

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Moisés Araújo Almeida

**Evolução das Práticas de Governança
Corporativa e Desempenho das Empresas
Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa**

Recife, 2008

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- “Grau 1”: livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- “Grau 2”: com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- “Grau 3”: apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia.

**A classificação desta dissertação se encontra, abaixo, definida por seu autor.
Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.**

Título da Dissertação: Evolução das Práticas de Governança Corporativa e Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa

Nome do Autor: Moisés Araújo Almeida

Data da Aprovação: 17 de dezembro de 2008

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, 17 de dezembro de 2008.

Assinatura do autor

Moisés Araújo Almeida

**Evolução das Práticas de Governança
Corporativa e Desempenho das Empresas
Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa**

Orientadora: Joséte Florêncio dos Santos, Dra.

Dissertação apresentada como requisito complementar para a obtenção do grau de Mestre em Administração, na área de concentração Gestão Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco.

Recife, 2008

Almeida, Moisés Araújo

Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileira de capital aberto não listadas em bolsa / Moisés Araújo Almeida. - Recife : O Autor, 2008.

87 folhas : fig. e tab.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Administração, 2008.

Inclui bibliografia, apêndice e anexo.

1. Governança corporativa. 2. Administração de empresas. 3. Desempenho. I. Título.

658

658.4

CDU (1997)

CDD (22.ed.)

UFPE

CSA2009-003

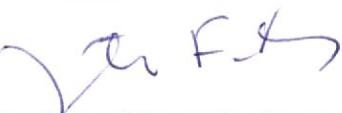
Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

**Evolução das Práticas de Governança Corporativa e
Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital
Aberto Não Listadas em Bolsa**

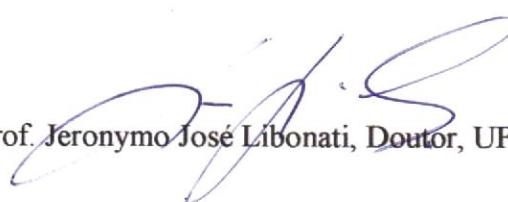
Moisés Araújo Almeida

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração
da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 17 de dezembro de 2008.

Banca Examinadora:


Profa. Joséte Florencio dos Santos, Doutor, UFPE (orientadora)


Prof. Pierre Lucena Raboni, Doutor, UFPE (examinador interno)


Prof. Jeronymo José Libonati, Doutor, UFPE (examinador externo)

A meu pai que sempre me incentivou nos estudos.

Agradecimentos

A Deus por ter me guiado sempre pelos bons caminhos da vida.

À Profa. Joséte, minha orientadora, pelos seus ensinamentos, dedicação, paciência e por ter acreditado em minhas idéias.

Ao Prof. Jeronymo, ao Prof. Pierre e ao Prof. Charles, pelos valiosos comentários que contribuíram para o aperfeiçoamento deste trabalho.

Aos professores do PROPAD e aos funcionários, em especial a Irani, por toda a ajuda despendida.

Aos bolsistas de iniciação científica que me ajudaram na coleta dos dados, em especial, a Lucio, que coordenou todo o processo.

A Gilson, meu pai, Álvaro e Uonaldo, meus irmãos, que sempre me apoiaram em todos os meus projetos e contribuíram com minha formação pessoal e profissional.

À Manuela pelo apoio incondicional em todos os momentos, e a Deocleciano e José pelo convívio prazeroso.

Aos colegas do mestrado pela amizade, troca de experiências e companheirismo, e, em especial, aos colegas de convívio, Felipe, José, Nadir e Rodrigo, pelos debates “filosóficos”, e ao grupo de finanças, Cristina, Fernando, Geovanes e Yoso, pelo encorajamento nas horas difíceis.

Aos amigos Aldo e André pelo incentivo à pesquisa e por sempre terem me motivado a seguir na carreira acadêmica.

À CAPES por ter financiado parte de meus estudos e a UFS pelo auxílio financeiro concedido através do Programa THESIS.

E aos demais amigos que me ajudaram nesta jornada, meus sinceros agradecimentos.

“A mente que se abre a uma nova idéia jamais voltará ao seu tamanho original”

Albert Einstein

Resumo

A adoção das boas práticas de governança corporativa abre espaço para uma gestão mais transparente, diminuindo a assimetria de informações e o conflito de agência, possibilitando a maximização de valor na empresa. O objetivo principal deste estudo é investigar a evolução e os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, bem como analisar se existe relação entre a qualidade dessas práticas de governança e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, para o período de 2003 a 2007. A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007. Os dados foram coletados diretamente do Sistema DIVEXT da CVM e utilizado técnicas econométricas de regressão linear múltipla. Os resultados mostraram que as empresas abertas não listadas são predominantemente de propriedade familiar e estão mais presentes nas regiões Sudeste e Sul. Quanto aos determinantes das práticas de governança corporativa, verificou-se que o desempenho e o tamanho da empresa influenciam positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança. Os resultados também indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o retorno sobre os ativos da empresa, confirmado que melhores práticas de governança impactam em melhor desempenho.

Palavras-chave: Governança corporativa. Empresas Não Listadas. Desempenho. Índice de Governança.

Abstract

The adoption of good practical of corporate governance opens space for a more transparent management, decrease the asymmetry of information and the conflict of agency, making possible the maximization of value in the company. The main objective of this study is to investigate evolution and the determinants of quality of practical of corporate governance, as well analyzing if relation exists between the quality of these practical of governance and the performance of nonlisted the Brazilian companies of open capital in stock exchange, in period between 2003 and 2007. The sample is composed for 120 companies in 2003, 53 companies in 2004, 94 companies in 2005, 79 companies in 2006 and 64 companies in 2007. The data had been collected directly of System DIVEXT and the use of econometrical techniques of multiple linear regression. The results had shown that the nonlisted open companies are predominantly of familiar property and they are more frequently in the regions Southeastern and South. Relating to the determinants of practical of corporate governance, it was verified that the performance and the size of the company positively influence the pointer of the quality of the practical of corporate governance. The results also indicate a positive relation enter the quality of the corporate governance and the return on the assets of the company, confirming that better practical of governance tend to present in better performance.

Key words: Corporate Governance. Nonlisted Companies. Performance. Governance Index.

Lista de figuras

Figura 1 (3) – Amostra da pesquisa	35
Figura 2 (4) – Distribuição das empresas por região	45
Figura 3 (4) – Exemplo de estrutura indireta de controle	46
Figura 4 (4) – Distribuição das empresas segundo o tipo de acionista controlador	47
Figura 5 (4) – Pontuação do IGCNL das empresas abertas não listadas em bolsa	48
Figura 6 (4) – Pontuação do sub-índice transparência das empresas abertas não listadas em bolsa	49
Figura 7 (4) – Pontuação do sub-índice composição e funcionamento do conselho das empresas abertas não listadas em bolsa	50
Figura 8 (4) – Pontuação do sub-índice controle e conduta das empresas abertas não listadas em bolsa	50

Lista de tabelas

Tabela 1 (2) – Influência das variáveis sobre o índice de governança e o desempenho	32
Tabela 2 (4) – Distribuição das empresas segundo o setor de atividade	44
Tabela 3 (4) – Respostas do questionário para composição do Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL) ..	51
Tabela 4 (4) – Estatística descritiva das variáveis (2007)	54
Tabela 5 (4) – Matriz de correlação das variáveis para o ano de 2007	55
Tabela 6 (4) – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa (2007)....	56
Tabela 7 (4) – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa (resumo)	59
Tabela 8 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (2007)	60
Tabela 9 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (2006 e 2007 – modelo SUR)	62
Tabela 10 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (resumo)	63

Sumário

1 Introdução	14
1.1 Contextualização do tema	14
1.2 Pergunta de pesquisa	18
1.3 Objetivos	18
1.3.1 Objetivo geral	18
1.3.2 Objetivos específicos	18
1.4 Justificativa e contribuição do estudo	19
2 Referencial teórico	21
2.1 Governança corporativa	21
2.2 Determinantes das práticas de governança	22
2.3 Governança corporativa e desempenho	29
3 Procedimentos metodológicos	34
3.1 Delineamento da pesquisa	34
3.2 Universo e amostra da pesquisa	34
3.3 Coleta dos dados	35
3.4 Análise dos dados e variáveis estudadas	36
3.5 Limitações da pesquisa	41
4 Discussão dos resultados	43
4.1 Práticas de governança corporativa	43
4.1.1 Perfil das empresas não listadas em bolsa	43
4.1.2 Indicador da qualidade das práticas de governança corporativa	47
4.3 Determinantes da governança corporativa	53
4.4 Relação entre governança e desempenho	60
5 Considerações finais	64
Referências	66
ANEXOS	71
APÊNDICE	87

1 Introdução

1.1 Contextualização do tema

No trabalho intitulado de *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means (1932) enfocaram os aspectos relacionais da propriedade e do controle. As bases da teoria apresentadas por eles caracterizam a relação de agência entre um mandatário (principal) e um ou mais agentes, investidos de poderes para representar os interesses e tomar decisões em nome do principal. A partir do momento em que ocorre a separação entre a propriedade e o controle das organizações, surgem os chamados problemas de agência. Jensen e Meckling (1976) apresentaram artigo seminal com escopo teórico sobre a teoria da agência. Os autores defendem que os problemas de agência surgem com essa separação entre propriedade e controle, devido às diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre os proprietários e os gestores.

Ainda segundo estes autores, a teoria de agência é definida como um conjunto de contratos explícitos e implícitos, segundo os pressupostos da maximização de utilidade pelos agentes e da separação entre propriedade e controle nas corporações. Para eles, os contratos não deveriam se restringir às atividades produtivas, mas serem aplicados à regulação de todos os relacionamentos essenciais para a empresa com os diversos públicos, como empregados, fornecedores, clientes, credores e outros.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que o problema de agência refere-se à dificuldade que os investidores têm em assegurar que seus fundos não serão expropriados ou perdidos em projetos não atrativos, e que os piores problemas de agência ocorrem com baixas oportunidades de investimento e excesso de caixa. Silva e Andrade (2006) esclarecem que o conflito é um processo e não um evento, que ocorre em um determinado instante e logo desaparece. Para estes autores, os conflitos podem ser reduzidos, mas nunca extintos.

Além do que, os principais tipos de conflitos de interesse ocorrem entre acionistas e administradores, acionistas majoritários e minoritários e, administradores e credores. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a concentração de ações e a predominância de ações de

controle de propriedade parecem ser regra no mundo. Desta forma, segundo eles, os grandes acionistas desempenham um papel ativo na caracterização do problema de agência, pois têm interesse na maximização do lucro e controla a empresa para ter seus interesses respeitados.

Alguns estudos reportam que o conflito entre majoritários (acionistas controladores) e minoritários (acionistas não controladores) ocorre com maior freqüência nos países caracterizados por estrutura de propriedade concentrada, predominância de empresas familiares, mercado de capitais incipiente, conselhos de administração e assembleia de acionistas pouco independentes, e pouca atuação da área de relações com investidores (BERTRUCCI, BERNARDES, BRANDÃO, 2005; FERREIRA, QUELHAS, 2006). É o caso, por exemplo, do mercado brasileiro em que o conflito de agência ocorre entre os acionistas majoritários e minoritários excluídos do controle, ao contrário dos países em que há uma grande dispersão da propriedade com os acionistas que detêm apenas uma pequena parcela da propriedade. Dessa maneira, a presença de acionista majoritário leva a uma justaposição da propriedade e da gestão, aumentando o conflito de agência e consequentemente o custo de capital das empresas, reduzindo seu valor econômico e de mercado.

Para minimizar os prejuízos causados pelos problemas de agência faz-se necessário a adoção de alguns mecanismos de governança. Shleifer e Vishny (1997) ressaltam que, em países menos desenvolvidos, praticamente não existem mecanismos de governança corporativa. No caso do Brasil, um instrumento usado para mitigar o conflito de agência, segundo Brandão e Bernardes (2005), são os acordos de acionistas, utilizados com maior freqüência a partir das privatizações de diversas empresas. Estas autoras argumentam que tal instrumento tem permitido a inserção de alguns acionistas minoritários nas instâncias de poder de forma acordada com os acionistas majoritários. Entretanto, elas ressaltam que para os acionistas minoritários dispersos pelo mercado de capitais, o grupo de controle constituído no âmbito de um acordo de acionistas opera, na prática, como um acionista controlador e aumenta a possibilidade de expropriação dos minoritários pulverizados no mercado.

Por outro lado, a governança corporativa tem contribuído como elemento mitigador das diferenças entre as partes destes conflitos. Ela coloca em pauta questões relevantes como o papel do conselho de administração, dos executivos e da administração das empresas, com a finalidade de estabelecer normas de conduta e definir responsabilidades. Através dos mecanismos de monitoramento e controle, a governança objetiva a proteção dos acionistas e credores, de forma que eles não possam ser expropriados pelos agentes da organização.

A governança também tem despertado interesse do mercado em função das mudanças ocorridas no cenário mundial, dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, principalmente no mercado norte-americano, que é reconhecido como o principal fornecedor de capital do mundo. Além disso, os processos de privatizações, fusões e aquisições, e o crescimento dos fundos de pensão também contribuíram para a preocupação com os estudos da governança das corporações. Todo esse processo tem impactado e promovido mudanças nas legislações dos diversos países, os quais têm buscado estabelecer regras mais claras e transparentes como forma de garantir maior proteção aos investidores e criar um ambiente favorável para o alinhamento de interesses.

Os grandes escândalos das empresas norte-americanas ocasionaram em modificações na legislação do mercado financeiro. Criada em 2002 nos EUA, a Lei de Sarbanes-Oxley (SOX) tem como base princípios de governança corporativa e foca principalmente a responsabilidade penal da diretoria. Repleta de reformas para governança corporativa, divulgação e contabilidade, a nova Lei busca “reparar” a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e enfatizar mais uma vez a importância dos padrões éticos na preparação de suas informações financeiras (OLIVEIRA, 2006)

Com padrões mais rigorosos para fiscalização, a Lei também exige total transparência nas demonstrações contábeis e financeiras, impondo responsabilidade sobre informações constantes em relatórios financeiros e contábeis assinados pelos seus principais administradores, executivos, advogados, contadores e auditores externos (FARIAS, 2004). Em resumo, a SOX busca proteção aos acionistas e à sociedade contra fraudes.

Muitos países desenvolveram seus códigos segundo os princípios de melhores práticas de governança corporativas discutidas e orientadas pela *Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*. Com eles espera-se que seja criado um ambiente favorável ao alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, por exemplo, e com isto abrandar os problemas de agência. A boa governança resultaria da adoção de mecanismos que conduziriam os gestores a proteger os interesses dos acionistas. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004) as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Assim, algumas questões devem ser observadas: Como as boas práticas de governança estão sendo avaliadas pelos investidores? As empresas que se preocupam em adotar boas práticas de governança possuem melhor avaliação? As boas práticas de

governança corporativa criam valor para os acionistas? As companhias que adotam boas práticas de governança obtêm melhor desempenho? As companhias abertas não listadas apresentam os mesmos resultados, em termos de práticas de governança, das empresas que atuam nas bolsas?

Enquanto há similaridades substanciais nos problemas imaginados para ambos os tipos de companhias, listadas e não listadas, segundo a OECD (2005), a estrutura organizacional típica de companhias não listadas parecem demandar, em algumas instâncias, uma abordagem diferente daquela apresentada pelas empresas listadas.

A definição utilizada para empresas de capital aberto é dada segundo a Lei nº 6.404/76 e Lei nº 10.303/01 e suas posteriores alterações, que referencia como empresa aberta àquelas que têm o capital dividido em ações, limitando a responsabilidade de cada sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O termo não listada refere-se às empresas abertas que não possuem ações negociadas em bolsa.

As empresas não listadas representam uma parcela importante das empresas de capital aberto e possuem uma relevante participação na economia brasileira e que praticamente não tem estudos explorando as mesmas. Também, é um grupo de empresas que merece ser estudado pois são, em potencial, as empresas que podem fortalecer e incrementar o mercado de capitais brasileiro.

Diversos estudos sobre empresas de capital aberto listadas em bolsa apresentam resultados no sentido de que as empresas com melhores práticas de governança possuem maior valor de mercado e melhor desempenho (KAPPLER, LOVE, 2002; GOMPERS, ISHII, METRICK, 2003; OKIMURA, 2003; BROWN, CAYLOR, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA, LEAL, 2004; DEL BRIO, MAIA-RAMIREZ, 2006; SILVEIRA et al., 2007). Entretanto, pouco se sabe sobre as empresas de capital aberto que não têm ações negociadas em bolsa.

Para estas empresas Santos (2005), por exemplo, investigou apenas as empresas familiares deste segmento, em 2003, e encontrou indicações de que qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares listadas é estatisticamente superior a das empresas não listadas, e que existe uma relação entre as práticas de governança e o desempenho do último grupo de empresas citadas.

A presente pesquisa vai além desta questão, buscando investigar os determinantes das práticas de governança e a existência da relação entre a qualidade dessas práticas com o

desempenho de todas as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, para o período de 2003 a 2007. Assim, o presente estudo avança no número de empresas investigadas e no espaço de tempo coberto pela análise, procurando obter resultados mais robustos sobre esta parcela do mercado.

1.2 Pergunta de pesquisa

Tendo como pressuposto o referencial teórico sobre governança corporativa, a presente pesquisa busca responder à seguinte questão: *Quais os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores e qual o impacto de suas práticas sobre o desempenho dessas empresas, no período entre 2003 e 2007?*

1.3 Objetivos

Para responder à pergunta de pesquisa, foram estabelecidos os seguintes objetivos:

1.3.1 Objetivo geral

O presente estudo tem como objetivo principal investigar a evolução e os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, bem como analisar se existe relação entre a qualidade dessas práticas de governança e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, para o período de 2003 a 2007.

1.3.2 Objetivos específicos

E, mais especificamente, para atingir o objetivo geral, este estudo irá:

- Caracterizar as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores;
- Analisar a evolução da qualidade das práticas de governança corporativa das

empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, no período de 2003 a 2007;

- Identificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores;
- Verificar se existe relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, no período observado.

1.4 Justificativa e contribuição do estudo

A governança corporativa fornece para o mercado de capitais informações relevantes para a tomada de decisões. De acordo com Ariff, Ibrahim e Othman (2007), além das informações sobre a saúde financeira e o desempenho das companhias, os investidores também precisam saber como essas companhias estão sendo administradas. Segundo eles, a qualidade das práticas de governança corporativa é vista como uma fonte de informação que fornece um critério adicional para a tomada de decisão.

Estudos apontam que, em geral, os investidores têm buscado empresas que apresentam melhores resultados e que adotam melhores padrões de governança, como forma de garantir que seus recursos não serão expropriados.

Além da atenção dos investidores, segundo Silveira (2004), os problemas de governança corporativa têm atraído cada vez mais a atenção das autoridades públicas, haja vista que promovem desajustes sociais no curto prazo (demissões, lacunas no mercado etc.) e problemas potenciais no longo prazo, decorrentes da fuga dos investidores, aumento do custo de capital e redução dos investimentos.

No caso brasileiro, os níveis diferenciados de governança corporativa criados pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (2008), no final do ano 2000, possuem critérios de adesão que buscam diminuir a assimetria informacional entre os investidores e as empresas participantes destes grupos, através de maior transparência das informações divulgadas, e reduzir o custo de captação de recursos no mercado. A implantação de três segmentos especiais para listagem de ações, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, teve por objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos

investidores e a valorização das companhias. O que distingue cada um deles é o grau de comprometimento com as regras específicas de governança. Entretanto, as empresas de capital aberto não listadas em bolsa não estão submetidas a estas orientações, mas representam potencialmente as possíveis empresas a aderirem a este mercado.

Dada a relevância do tema, a adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido uma preocupação não apenas dos acionistas, mas também das instituições públicas que regulam e normatizam as relações no mercado de capitais. Algumas questões, conforme apresentado pela OECD (2005), aumentam o debate sobre governança corporativa deste grupo de empresas, levantando algumas questões: Quais são as características de governança corporativa das companhias não listadas? O que impulsiona a melhoria das suas práticas de governança? Qual o papel das políticas públicas no suporte das boas práticas de governança corporativa para as mesmas?

Por outro lado os estudos, de modo geral, têm apresentado resultados sobre as empresas de capital aberto listadas em bolsa e, praticamente, não abordam a parcela de empresas pretendidas neste estudo. Portanto, este trabalho visa cobrir esta lacuna, procurando observar as variáveis que têm alguma influência sobre as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa.

Segundo a OECD (2005), enquanto o debate sobre governança corporativa tem focado principalmente sobre as companhias listadas nos países com mercados de capitais desenvolvidos, os desafios da governança corporativa em empresas não listadas merecem atenção especial, sobretudo nos países onde os mercados de capitais são menos desenvolvidos. Como se tem dado pouca atenção à pesquisa sobre este assunto, torna-se relevante um estudo sobre as empresas de capital aberto não listadas em bolsa de valores para verificar se elas apresentam ou não desempenho semelhante em relação às empresas listadas.

Nesse sentido, este estudo contribui para a literatura sobre governança corporativa, visto que ainda são poucas as pesquisas sobre as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, que busquem caracterizar a evolução das práticas de governança corporativa e identificar a existência de relação entre a qualidade da governança e desempenho dessas organizações. A pesquisa proposta será também uma contribuição para a discussão do tema no Brasil, haja vista a importância que a governança vem assumindo no ambiente acadêmico e empresarial.

2 Referencial teórico

2.1 Governança corporativa

O tema governança corporativa tem tido mais atenção recentemente, com a intensificação dos debates há cerca de três décadas. O termo tornou-se mais presente na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta, mas é atualmente motivo de discussão em diversas áreas. A governança corporativa tem sido discutida nas áreas de direito, economia, contabilidade e finanças, e envolve um amplo debate tanto no meio acadêmico quanto no ambiente empresarial. O conceito de governança corporativa apresentado por Shleifer e Vishny (1997, p. 737) enfatiza os aspectos financeiros. Eles definem governança corporativa como “o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Por outro lado, a OECD (2008) define governança corporativa como um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuam algum vínculo direto com a empresa. A estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, como dirigentes, acionistas e outras partes interessadas (*stakeholders*), e detalha as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere aos assuntos corporativos. Por isso, fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir estes objetivos e monitorar seu desempenho.

Nesse sentido, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos com a finalidade de monitorar a gestão e o desempenho das organizações, de forma que os interesses dos administradores estejam de acordo com os interesses dos proprietários. Para Shleifer e Vishny (1997), a perspectiva de governança corporativa é a definição clara da perspectiva de agência.

Santos e Leal (2007) ressaltam que o conceito de governança corporativa não se restringe apenas às empresas que possuem capital aberto e são listadas em bolsa, mas se aplica a todas as empresas que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes com que mantêm algum relacionamento. Assim, torna-se relevante o estudo das

práticas de governança das empresas de capital aberto e não listadas, que é o propósito da presente pesquisa.

2.2 Determinantes das práticas de governança

Diversos estudos investigaram os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa em empresas listadas em bolsa de valores. Para mensurar a qualidade das práticas de governança, eles utilizam um *score* de governança elaborado por agências de *rating* ou por bancos de investimento, ou então desenvolvem um índice próprio que contempla várias dimensões de governança (KAPPLER, LOVE, 2002; BEINER et al., 2003; DROBETZ, GUGLER, HIRSCHVOGL, 2004; LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; ARIFF, IBRAHIM, OTHMAN, 2007; SILVEIRA et al., 2007).

Verificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa tem ao menos duas vantagens: primeiro, não se enfrenta os problemas de endogeneidade com os determinantes das práticas de governança, encontrados quando se busca verificar os efeitos sobre o desempenho; segundo, podem ser utilizados os dados em *cross section*, ao contrário da análise do impacto sobre o desempenho que é afetado pelas decisões passadas, tendo não apenas influência de um momento do tempo (DROBETZ, GUGLER, HIRSCHVOGL, 2004).

Baseado nos estudos anteriores, nesta seção será apresentada a caracterização das variáveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa que são discutidas na literatura e que possam ser aplicadas às empresas não listadas em bolsa.

- **Índice de governança corporativa**

Para mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa, Black (2001) utilizou *rankings* de governança de 21 empresas da Rússia, desenvolvidos por um banco de investimento. Os resultados deste estudo evidenciam que, ao melhorar suas práticas de governança, as empresas podem melhorar os preços de suas ações e assim reduzir o custo de capital. O autor enfatiza que estes resultados podem ser aplicados aos demais países que também estão em fase de desenvolvimento, mas com algumas limitações, pois se referem a uma pequena amostra.

Kappler e Love (2002) focaram suas atenções no papel da proteção legal junto aos investidores de diferentes países. Elas observaram que empresas de um mesmo país podem oferecer diferentes níveis de proteção aos investidores, com a adoção de mecanismos não

especificados por lei, e que existe variação nos padrões de governança num mesmo país. Ainda constataram que existe relação entre os mecanismos de governança da empresa e o nível de proteção legal aos investidores. Como medida de mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa, as autoras utilizaram os *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), e verificaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor, ou seja, a governança em média é mais alta nos países com mais forte proteção legal.

O índice de governança elaborado por Gompers, Ishii e Metrick (2003), com uma amostra de 1.500 empresas norte-americanas, adiciona um ponto para cada requisito que restringe os direitos dos acionistas, e, consequentemente, aumenta o poder gerencial, de tal forma que o índice final é a soma de pontos para a existência (ou ausência) de cada requisito de governança analisado.

Outros pesquisadores construíram o índice que mensura a qualidade das práticas de governança corporativa, tendo como base as recomendações e sugestões apresentadas pelos códigos de melhores práticas de governança corporativa. Baseado nas regras de governança da Coréia, Black, Jang e Kim (2005) construíram o índice de governança corporativa, com dados de 515 companhias listadas na bolsa coreana no ano de 2001, através de cinco sub-índices: direitos dos acionistas, estrutura do conselho, normas do conselho, transparência e igualdade de propriedade. Para sua elaboração, foram utilizadas questões binárias, sendo igual a 1 (um) se empresa apresenta determinada variável de governança e, caso contrário, igual a 0 (zero), de tal forma que o índice é o resultado da soma dos *scores*, podendo variar de 0 (zero) a 100.

Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004) utilizaram um *rating* de governança corporativa amplo, que foi construído baseado nas respostas de um *survey* enviado às empresas alemãs de capital aberto, tendo uma amostra composta por 91 empresas. Semelhantemente à Beiner et al. (2003), para qualificar a inclusão no *rating* de governança corporativa, cada prática tinha que referir-se a um elemento de governança que ainda não fosse legalmente exigido e era necessário que fosse considerada como uma das melhores práticas de governança corporativa no mercado internacional. No total, o *rating* envolve 30 *proxies* de governança corporativa e, da mesma forma que em Beiner et al. (2003), está dividido em cinco categorias: compromisso com governança corporativa, direitos dos acionistas, transparência, importância do conselho na administração e na supervisão, e, auditoria. Os princípios de construção do *rating* de governança são simples: primeiro, o mais alto nível de aceitação de uma variável *proxy* indica um movimento ativo da administração da empresa em ter melhorado seu sistema de

governança; segundo, 25 pontos base foram adicionados para cada nível de aceitação da *proxy* respectiva na escala de resposta variando até cinco; e, para cada empresa o *rating* agregado é uma soma ponderada dos pontos base de todas as *proxies*, alcançando de 0 (mínimo) a 30 (máximo).

Com o objetivo de medir a qualidade da governança do maior número possível de empresas brasileiras, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) desenvolveram um índice de governança corporativa, que conta com 24 questões binárias, cujas respostas foram obtidas a partir de informações públicas, e serve como uma medida ampla para a qualidade da governança corporativa das empresas. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, ao passo que uma resposta negativa tem valor zero. O índice é constituído pela soma dos pontos de cada questão, sendo o valor máximo de 24 pontos, contempla recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, da CVM e da Bovespa, e é dividido em quatro categorias: transparência, composição e funcionamento do conselho, estrutura de propriedade e controle, e, direitos dos acionistas. De maneira similar, e alguns com adaptações, este índice foi utilizado nas empresas brasileiras por outros pesquisadores, a exemplo de Nobili (2006), Santos e Leal (2007) e Silveira et al. (2007).

Observa-se que, de maneira geral, a construção do índice que mensura a qualidade das práticas de governança corporativa tem sido feita de forma objetiva, com a utilização de questões binárias que contemplem diferentes dimensões da governança, baseado em regras legais ou em recomendações dos códigos de governança, e com a obtenção de informações em bancos de dados disponíveis na *internet*.

As vantagens de utilização de um índice para indicar a qualidade das práticas de governança corporativa é que ele é transparente, de fácil replicação, uma vez que não requer julgamentos subjetivos, possibilita fácil interpretação, evita viés e a baixa taxa de respondentes quando se utiliza questionários qualitativos (BEINER et al., 2003; GOMPERS, ISHII, METRICK, 2003; LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SANTOS, LEAL, 2007; SILVEIRA et al., 2007).

• Desempenho

As medidas de desempenho são mensuradas a partir de informações contábeis, através dos índices de retorno, por exemplo, ou com a utilização de observações do mercado de ações, a exemplo do valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin. No caso das empresas não listadas, por não terem ações negociadas em bolsa de valores, é possível mensurar o

desempenho utilizando apenas as informações contábeis.

Estudos indicam que há uma relação positiva entre desempenho da empresa e a qualidade das práticas de governança corporativa. A pesquisa de Kappler e Love (2002), envolvendo uma amostra de 495 empresas de 25 países emergentes, mostra que melhor governança corporativa está associada com mais alto desempenho operacional (medido através do retorno sobre o ativo) e mais alto Q de Tobin. Corroborando com estes resultados, Durnev e Kim (2002), para uma amostra de 494 companhias localizadas em 24 países, verificaram que os *scores* de governança, elaborados pelo CLSA e pela S&P, são positivamente correlacionados com o Q de Tobin. Significa dizer que as empresas com melhor qualidade de governança corporativa possuem maior valor.

Beiner et al. (2003) observaram que os problemas de agência podem afetar o valor das empresas através de dois canais distintos: podem deixar os investidores pessimistas sobre os fluxos de caixa futuro, ao passo que, boas práticas de governança diminuem o custo de capital. Utilizando um sistema de equações simultâneas de três estágios (3SLS), estes autores confirmaram a existência de uma relação positiva entre governança corporativa e valor da empresa. Similarmente, Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004) observaram que um bom *rating* de governança transmitido ao mercado de capitais aumenta o valor da empresa.

Investigando a relação entre governança corporativa e desempenho, Brown e Caylor (2004) verificaram que as empresas com baixo índice de governança tiveram desempenho operacional, avaliação e índice de *payout* menores que as empresas com melhores padrões de governança. Eles constataram que as companhias que possuem conselho independente tiveram um crescimento no retorno das ações, nas margens de lucros, nos rendimentos dos dividendos e na recompra de ações, sugerindo que a independência do conselho está associada a outras medidas de desempenho da empresa, além do Q de Tobin. Observaram ainda que as empresas possuem melhor avaliação quando o executivo principal e o presidente são pessoas distintas.

Os resultados de pesquisa feita com empresas espanholas apresentados por Del Brio e Maia-Ramires (2006) também sugerem uma relação positiva entre as variáveis de boas práticas de governança corporativa e o valor da companhia. Há evidência de que maior transparência, bem como a divulgação dos relatórios de auditoria, influenciam o desempenho e o valor da empresa. Segundo os autores, são também importantes para a matéria de governança corporativa, as informações sobre transações com estrutura de propriedade das ações e acionistas, a independência do conselho e separação da função de presidente e o executivo principal da organização.

Para as empresas brasileiras, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), que estudaram as empresas do Brasil e do Chile listadas em bolsa, Santos (2005), que investigou as empresas familiares, e Silveira et al. (2007), que pesquisou as empresas brasileiras listadas na Bovespa, também observaram uma relação positiva entre desempenho e governança corporativa, corroborando com os resultados a nível internacional.

- **Propriedade**

A concentração de propriedade pode ser prejudicial devido a possibilidade dos interesses dos grandes acionistas serem divergentes dos interesses dos demais acionistas, havendo assim a possibilidade do acionista controlador expropriar o fluxo de caixa da empresa. Por outro lado, a presença de grandes acionistas em países com baixa proteção legal dos investidores representa uma tentativa de minimizar os conflitos de agência (SHLEIFER, VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 1998).

Dessa forma, a relação entre práticas de governança corporativa e propriedade não é bem definida pela literatura. Os resultados apresentados por Durnev e Kim (2002) sugerem que a governança corporativa melhora com a concentração de propriedade, mas a taxas decrescentes. Estes autores justificam que a proteção ao investidor (governança corporativa) melhora com a concentração de direitos sobre os fluxos de caixa, mas diminui quando o acionista controlador adquire mais direitos de controle, ficando com direitos excessivos sobre o fluxo de caixa. Segundo eles, em regimes de mais fraca proteção legal, a concentração de propriedade sobre o direito dos fluxos de caixa torna-se a mais importante ferramenta para resolver os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004) mostram que existe uma relação não linear entre concentração de propriedade e o *rating* de governança corporativa. Eles constataram que o poder de voto do maior acionista afeta o *rating* de governança. Com o aumento do direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista, há um efeito incentivo positivo, uma vez que um bom *rating* de governança aumenta o valor da propriedade em posse do maior acionista. Há também um efeito negativo, pois o maior acionista tendo mais direito de voto influencia o processo de tomada de decisão, aumentando assim o efeito entrincheiramento. Havendo baixa intermediação de ações do maior acionista, o efeito entrincheiramento excede o efeito incentivo, e espera-se que exista uma relação negativa entre concentração de propriedade e o *rating* de governança corporativa. Já com altos níveis de concentração de propriedade, o efeito incentivo supera o efeito entrincheiramento, e, por isso, espera-se que exista uma

relação positiva entre concentração de propriedade e o *rating* de governança corporativa. Observa-se que o efeito entrincheiramento ocorre a partir de certa concentração de propriedade, quando os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle às custas dos demais investidores.

La Porta et al. (1998) observaram que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas, com a consequente perda de valor da empresa. Cho e Kim (2003) também encontraram uma relação negativa entre propriedade e governança corporativa.

No caso brasileiro, Silveira et al. (2007), utilizando diferentes abordagens econométricas, ora observaram que as variáveis de propriedade impactam negativamente sobre as práticas de governança corporativa, ora que estas variáveis influenciavam positivamente o indicador de governança.

Portanto, as empresas com maior concentração de controle podem apresentar menor qualidade das práticas de governança corporativa, devido à possibilidade de expropriação dos acionistas não controladores pelos acionistas controladores, e, as empresas com maior concentração de propriedade também podem apresentar melhor qualidade das práticas de governança corporativa, em face de menor possibilidade de existência de expropriação.

• Alavancagem

Há autores que sustentam a existência de uma associação positiva entre a alavancagem das empresas e sua governança corporativa (BLACK, JANG, KIM, 2003; BROWN, CAYLOR, 2004; LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). As empresas com alto grau de alavancagem aumenta sua governança corporativa para ganhar mais reputação no mercado. Cho e Kim (2003) argumentam que empresas com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas por seus investidores, tais como instituições financeiras, para aumentar sua governança corporativa.

Por outro lado, Faccio et al. (2001), Beiner et al. (2003), Friedman et al. (2003) e Santos (2005) encontraram uma associação negativa entre alavancagem e nível de governança corporativa das empresas. Para as empresas listadas na Bovespa, os resultados de Silveira et al. (2007) mostraram-se inconsistentes diante da utilização de abordagens econôméticas diferentes. Num primeiro momento, eles constataram que as empresas com menor grau de alavancagem possuíam melhores práticas de governança, passando em seguida a apresentar

resultados não robustos, com a variável alavancagem invertendo o sinal em alguns modelos, mostrando uma relação positiva entre esta variável e o índice de governança.

- **Tamanho**

Do ponto de vista teórico, o efeito do tamanho sobre a governança corporativa da empresa é ambíguo (KAPPLER, LOVE, 2002; BEINER et al., 2003). Por um lado, as empresas maiores podem ter sérios problemas de agência, por isso é mais difícil monitorá-los. Além disso, elas podem voluntariamente escolher regras mais rigorosas de governança para evitar altos custos de agência. Por outro lado, as empresas pequenas podem ter melhores oportunidades de crescimento e maiores necessidades por financiamento externo e melhores mecanismos de controle. Nesse sentido, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de governança corporativa.

As controvérsias da variável tamanho também são confirmadas pelos pesquisadores brasileiros, tendo como exemplo os resultados de Silveira et al. (2007), em que esta variável muda de sinal nos modelos estimados, e os resultados de Santos (2005) que apresentam um impacto negativo do tamanho da empresa sobre a qualidade das práticas de governança.

Entretanto, muitos estudos empíricos evidenciam que o tamanho da empresa tem uma influência positiva sobre as práticas de governança corporativa, isto é, as empresas maiores tendem a apresentar melhores práticas de governança (BLACK, JANK, KIM, 2003; GOMPERS, ISHII, METRICK, 2003; BROWN, CAYLOR, 2004; DROBETZ, GUGLER, HIRSCHVOGL, 2004). Uma explicação para isso é o custo necessário para implementar uma boa estrutura de governança, uma vez que as empresas maiores possuem mais recursos para adotar os mecanismos de governança. Por outro lado, essas empresas também sofrem pressão por melhor desempenho dada a sua reputação estabelecida no mercado (DURNEV, KIM, 2002; ARIFF, IBRAHIM, OTHMAN, 2007).

- **Tangibilidade**

A composição dos ativos da empresa afetará seu ambiente contratual, conforme argumentam Kappler e Love (2002). Os ativos imobilizados são mais fáceis de serem monitorados e mais difíceis de serem roubados, se comparados com os ativos intangíveis. A empresa com maior proporção de ativo imobilizado consegue financiar novos projetos mais facilmente, utilizando esses ativos como garantia, podendo, dessa forma, apresentar baixos padrões de governança corporativa. Já a empresa que opera com maior proporção de ativos intangíveis pode encontrar um ponto ótimo e adotar mecanismos de controle mais rigorosos

para prevenir o mau uso desses ativos. Desta forma, existe uma relação negativa entre o índice de governança corporativa e o nível de tangibilidade da empresa, como também foi observado por Black, Jang e Kim (2003), Durnev e Kim (2003) e Santos (2005).

- **Crescimento**

Estudos anteriores indicam que as taxas de crescimento são positivamente relacionadas com boas práticas de governança (DURNEV, KIM, 2002; KAPPLER, LOVE, 2002; BLACK, JANK, KIM, 2003; GOMPERS, ISHII, METRICK, 2003). La Porta et al. (1999) argumentam que teoricamente as empresas com boas oportunidades de crescimento necessitarão aumentar o financiamento externo para poder expandir, e, além disso, podem encontrar o ponto ótimo para melhorar sua governança corporativa. Parte-se da premissa de que melhor governança e melhor proteção aos acionistas minoritários levarão a um menor custo de capital. Por outro lado, os resultados apresentados por Beiner et al. (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e Santos (2005) mostram que o crescimento possui uma relação negativa com o índice de governança corporativa. Na pesquisa desenvolvida por Silveira et al. (2007), o crescimento não apresentou resultados robustos, variando o sinal ao longo dos modelos apresentados.

- **Idade**

De acordo com Ariff, Ibrahim e Othman (2007), as empresas que operam por vários anos têm um sistema bem estabelecido e equipado com bastante recursos, além de já possuírem uma boa reputação no país em que atuam. Para eles, estes são fatores que levariam a uma boa governança. Por outro lado, as empresas maduras têm bastante experiência histórica para aprender com os efeitos das más e boas práticas de governança em relação ao mercado. Corroborando com estes autores, Black, Jang e Kim (2003), Santos (2005) e Silveira et al. (2007) observaram uma relação positiva entre práticas de governança e idade.

2.3 Governança corporativa e desempenho

Vários estudos buscaram avaliar o impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas (KAPPLER, LOVE, 2002; GOMPERS, ISHII, METRICK, 2003; OKIMURA, 2003; BROWN, CAYLOR, 2004; LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; DEL BRIO, MAIA-RAMIREZ, 2006). Segundo Silveira (2004), a questão

básica nas pesquisas sobre o tema é saber se o desempenho das empresas é determinado por mecanismos internos ou externos de governança. O autor ainda ressalta que não existe um arcabouço teórico ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança corporativa influenciam de fato o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta.

Para Bøhren e Ødegaard (2003) existem alguns problemas nas pesquisas que relacionam governança e desempenho, a saber:

- a) Teorias parciais: a teoria sobre governança corporativa freqüentemente lida com relações univariadas em vez de relações multivariadas, e, não considera a causalidade entre governança e desempenho;
- b) Amostras viesadas: a maioria dos estudos é sobre empresas norte-americanas, que apresentam características bem diferentes das empresas de outros países; outro fator agravante é a limitação de dados disponíveis em *cross section*.
- c) Equações simultâneas fracas.

Baseado nos estudos anteriores, nesta seção será apresentada a caracterização das variáveis endógenas que impactam sobre o desempenho das empresas, sendo enfatizado aquelas que possam ser aplicadas às empresas não listadas em bolsa.

• Índice de governança corporativa

Estudos anteriores indicam que existe uma relação positiva entre o índice de governança corporativa e o desempenho da empresa (BEINER et al., 2003; DURNEV, GUGLER, HIRSCHGOVL, 2004; SANTOS, 2005; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006). Kappler e Love (2002) destacam que as empresas com mais alto índice de governança corporativa têm maior desempenho operacional e maior retorno de suas ações. Durnev e Kim (2002) confirmaram que as companhias com melhores oportunidades de investimento e maior necessidade de financiamento externo possuíam melhores práticas de governança e *disclosure*, e, consequentemente, maior avaliação. Santos (2005) observou que há uma relação estatisticamente significativa entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho contábil das empresas familiares não listadas.

Utilizando diferentes índices, Black, Love e Rachinsky (2006) observaram que os índices *Brunswick*, *Troika*, *S&P Disclosure*, e *ICLG*, apresentam uma relação positiva e significante, enquanto que *S&P Governance* e *RID* apresentaram coeficientes negativos e insignificantes com o desempenho. Assim, os autores enfatizam que alguns índices têm significante capacidade de prever os valores de mercado das empresas russas; outros não. Eles

também chamam a atenção para o método de estimação utilizado, visto que a relação entre os índices de governança e desempenho quando estimado por MQO, por vezes apresenta resultados com sinais invertidos e sem significância, se comparados com os resultados obtidos quando estimados com efeitos fixos. Com os dados de empresas da Rússia, os autores concluem que a governança prediz o valor de mercado da empresa com o modelo de efeitos fixos.

Examinando a relação entre governança corporativa e valor, numa amostra de 21 empresas da Rússia, Black (2001) verificou que a mudança de um ponto de desvio padrão no *ranking* de governança aumentava em sete vezes o valor da empresa. Beiner et al. (2003) também observou que o aumento de um ponto no índice resulta num aumento de 7,98% no Q de Tobin. Portanto, pode-se dizer que melhores práticas de governança corporativa levam a um melhor desempenho da empresa.

• **Alavancagem**

As empresas com maior grau de alavancagem financeira devem apresentar melhor desempenho (BEINER et al., 2003). Santos (2005) e Black, Love e Rachinsky (2006) verificaram que empresas mais alavancadas também apresentavam mais alto Q de Tobin, sugerindo que a empresa está numa boa situação financeira e pode obter financiamentos ou suas perspectivas de crescimento são suficientes para justificar os empréstimos.

• **Tamanho**

As pesquisas já realizadas indicam que as empresas maiores apresentam menor desempenho, sugerindo que o Q de Tobin das empresas sofre um declínio quando elas crescem (BLACK, JANG, KIM, 2003; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006). Essa relação negativa entre tamanho e desempenho também foi confirmada no estudo de Durnev e Kim (2002), segundo o qual as empresas menores possuem melhor avaliação. Para as empresas familiares brasileiras, Santos (2005) observou uma relação positiva entre tamanho e desempenho, sugerindo que as empresas maiores apresentam maior desempenho. Também estudando as empresas brasileiras, Carvalhal-da-Silva e Leal (2006) constataram que o tamanho não apresentou resultados robustos, mudando o sinal de influencia sobre o desempenho em alguns modelos.

• **Tangibilidade**

Ativos tangíveis são mais fáceis de serem monitorados e mais difíceis de serem expropriados, se comparados com os ativos intangíveis. Quanto maior o grau de tangibilidade

da empresa menor será o desempenho esperado. As empresas com maior valor em ativos fixos conseguem mais facilmente financiar novos projetos, utilizando esses ativos como garantia. Já as empresas com elevados níveis de ativos intangíveis devem apresentar melhor desempenho para se mostrarem mais atrativas aos investidores. Essa relação negativa entre tangibilidade e desempenho foi observada por Santos (2005).

• Crescimento

O crescimento das vendas influencia positivamente o desempenho da empresa (BEINER et al., 2003; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006). As empresas com altas oportunidades de crescimento são melhor avaliadas (DURNEV, KIM, 2002). Entretanto, os resultados da pesquisa de Santos (2005) e de Carvalhal-da-Silva e Leal (2006) não apresentaram resultados conclusivos do efeito do crescimento sobre as variáveis de desempenho, uma vez que o crescimento ora possui sinal negativo, ora sinal positivo.

• Idade

A idade é negativamente relacionada com o Q de Tobin, indicando que as empresas que operam há mais tempo apresentam menor desempenho (BLACK, JANG, KIM, 2003). Já Durnev e Kim (2003) observaram que as empresas com maior tempo de existência tendem a ter maior valor *book-to-market*. Em relação à idade, os resultados de Santos (2005) não foram robustos, apresentando sinais inversos em alguns modelos.

A tabela 1 (2) sintetiza o conteúdo discutido neste capítulo, mostrando o sentido da influência das variáveis apresentadas tanto sobre o índice de governança quanto sobre o desempenho.

Tabela 1 (2) – Influência das variáveis sobre o índice de governança e o desempenho

Variáveis Independentes	Variável Dependente	
	Índice de Governança	Desempenho
Índice de Governança		Positiva
Desempenho	Positiva	
Propriedade	Indefinida	
Alavancagem	Indefinida	Positiva
Tamanho	Indefinida	Indefinida
Tangibilidade	Negativa	Negativa
Crescimento	Indefinida	Indefinida
Idade	Positiva	Indefinida

Observa-se que em relação ao índice de governança corporativa, o desempenho e a idade têm uma influência positiva, e a tangibilidade tem uma influência negativa, conforme mostram os resultados dos estudos apresentados anteriormente. Já em relação ao desempenho, o índice de governança e a alavancagem apresentam uma influência positiva, e a tangibilidade apresenta uma influência negativa. Para as demais variáveis não há um consenso na literatura sobre o sentido de suas influências sobre a governança corporativa ou sobre o desempenho.

3 Procedimentos metodológicos

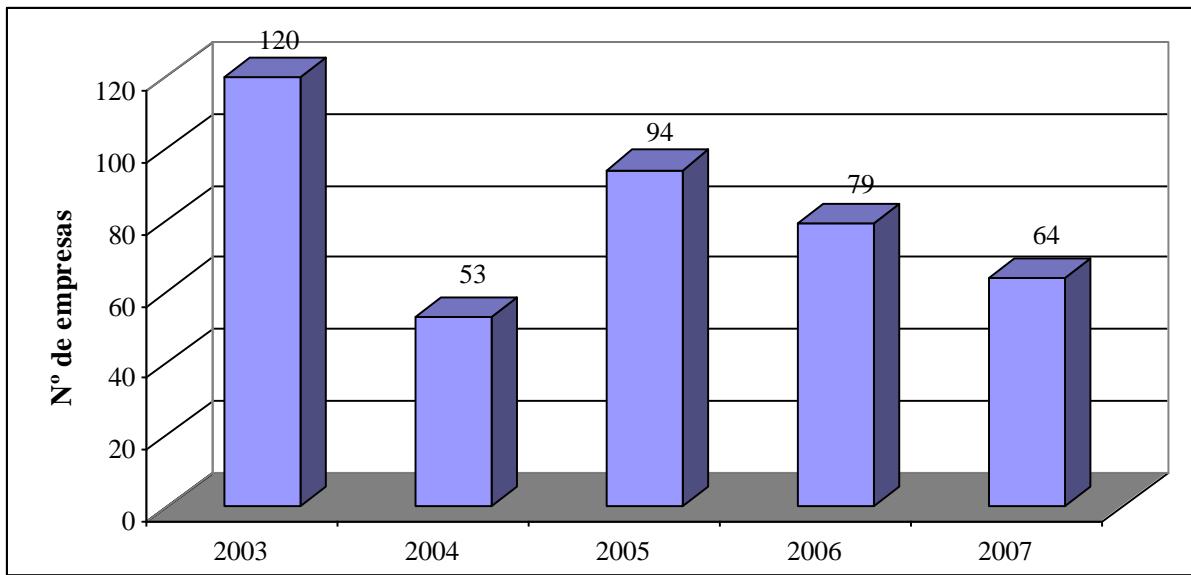
3.1 Delineamento da pesquisa

A pesquisa desenvolvida é quantitativa, baseada em técnicas estatísticas, com o objetivo de se obter inferências de uma população a partir da amostra selecionada. Também se caracteriza como um estudo descritivo, pois, segundo Gil (1991), as pesquisas descritivas podem ser caracterizadas como aquelas que visam descobrir a existência de relação entre variáveis ou que caracterizam determinada população ou fenômeno.

Quanto aos meios de investigação, a pesquisa pode ser classificada como *ex post facto*. Para Vergara (2004), pesquisa desta natureza é aplicada quando o pesquisador não pode controlar ou manipular variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque as variáveis não são controláveis.

3.2 Universo e amostra da pesquisa

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas abertas brasileiras não listadas em bolsa, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre o período de 2003 e 2007. Dessa maneira, para composição da amostra foram selecionadas as empresas que tiveram o valor do patrimônio líquido maior que zero e que divulgaram informações para as variáveis investigadas. O número de empresas que compõe a amostra investigada é apresentado na figura a seguir.



A amostra da pesquisa é formada pelas empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, com patrimônio líquido maior que zero.

Figura 1 (3) – Amostra da pesquisa

Na figura 1 (3) observa-se uma grande oscilação no número de empresas da amostra, sendo 2004 o ano que apresentou o menor número de empresas abertas não listadas com patrimônio líquido positivo, que também foi o ano em que a CVM cancelou o registro de uma grande quantidade de empresas.

3.3 Coleta dos dados

A coleta de dados foi feita através de fontes secundárias públicas de forma direta pelo próprio pesquisador, utilizando informações disponibilizadas pelo Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa forma de obtenção dos dados evita que haja o viés do respondente e o baixo número de respostas quando se trabalha com envio de questionários, e tem sido amplamente utilizada nas pesquisas nacionais e internacionais, como pode ser visto nos trabalhos de Kappler e Love (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Black, Jang e Kim (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), e, Silveira et al. (2007).

3.4 Análise dos dados e variáveis estudadas

Quando o problema de pesquisa apresenta uma única variável dependente (que está sendo explicada) e uma ou mais variáveis independentes (explicativas), o método de análise apropriado é a regressão múltipla (HAIR et al., 2005). O objetivo da análise de regressão múltipla é usar as variáveis independentes cujos valores são conhecidos para prever os valores da variável dependente selecionada pelo pesquisador. Cada variável independente é ponderada pelo procedimento da análise de regressão para garantir máxima previsão a partir do conjunto de variáveis independentes. Os pesos denotam a contribuição relativa das variáveis independentes para a previsão geral e facilitam a interpretação sobre a influência de cada variável em fazer a previsão. Ainda segundo os autores, um conjunto de variáveis independentes ponderadas forma a variável estatística de regressão, uma combinação linear das variáveis independentes que melhor prevêem a variável dependente.

Assim, a função de regressão pode ser escrita do seguinte modo:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

(Equação 1)

Onde: Y é a variável dependente; X_1, X_2, X_k são as variáveis explicativas; β_0 é o intercepto; $\beta_1, \beta_2, \beta_k$, são os coeficientes da regressão; ε_i é o termo de erro estocástico; e, i representa a i -ésima observação.

O modelo clássico de regressão linear considera alguns pressupostos acerca do erro: homocedasticidade (média zero e variância constante), distribuição normal (normalidade), e, ausência de autocorrelação. O modelo também considera que os estimadores são lineares, não viesados, tem variância mínima e são consistentes (GUJARATI, 2006).

Dessa forma, baseado nos trabalhos desenvolvidos sobre determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa em empresas de capital aberto atuantes em bolsa de valores, este trabalho utiliza o índice de governança corporativa como variável dependente e as variáveis desempenho, propriedade, alavancagem, tamanho, tangibilidade, crescimento e idade, como variáveis independentes. Estas variáveis têm sido exploradas na literatura sobre o tema como possíveis determinantes para boas práticas de governança corporativa, entretanto, ainda não existem muitos trabalhos sobre a questão deste estudo, que envolvam empresas que não têm ações negociadas na Bovespa. Espera-se que estas variáveis também expliquem a qualidade das práticas de governança para o grupo de empresas estudado.

Portanto, este trabalho visa cobrir esta lacuna, procurando observar se estas variáveis que influenciam as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto, também exercem influência nas empresas de capital aberto não listadas em bolsa, que têm algumas características diferentes.

Neste sentido, será utilizado o modelo a seguir para tentar identificar o impacto de cada variável, que são consideradas como possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, para cada ano estudado:

$$IGCNL_i = \beta_0 + \beta_1 * PROP_i + \beta_2 * DESEMP_i + \beta_3 * ALAV_i + \beta_4 * CRESC_i + \beta_5 * IDADE_i + \beta_6 * TAM_i + \beta_7 * TANG_i + \varepsilon_i$$

(Equação 2)

Onde:

- $IGCNL_i$: representa as variáveis de governança corporativa da i -ésima empresa;
- $PROP_i$: representa as variáveis de estrutura de propriedade da i -ésima empresa;
- $DESEMP_i$: representa as variáveis de desempenho da i -ésima empresa;
- $ALAV_i$: representa o grau de alavancagem da i -ésima empresa;
- $CRESC_i$: representa o crescimento da i -ésima empresa;
- $IDADE_i$: representa a idade da i -ésima empresa;
- TAM_i : representa o tamanho da i -ésima empresa;
- $TANG_i$: representa a tangibilidade da i -ésima empresa; e,
- ε_i : representa o termo de erro aleatório da i -ésima empresa.

Espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significativos, que β_2 e β_5 apresentem sinais positivos, β_7 apresente sinal negativo, e, em princípio, não existe um sinal esperado para β_1 , β_3 , β_4 e β_6 .

Em seguida, busca-se verificar a influência da adoção de melhores práticas de governança corporativa sobre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. As variáveis de desempenho são utilizadas como variáveis dependentes (alternadamente) e como variáveis explicativas são utilizadas variáveis de governança, bem como algumas variáveis de controle que podem interferir nesta relação. Nesse sentido, será utilizado o seguinte modelo:

$$DESEMP_i = \beta_0 + \beta_1 * IGCNL_i + \beta_2 * ALAV_i + \beta_3 * CRESC_i + \beta_4 * IDADE_i + \beta_5 * TAM_i + \beta_6 * TANG_i + \beta_7 * TINV_i + \varepsilon_i$$

(Equação 3)

Onde:

- $DESEMP_i$: representa as variáveis de desempenho da i -ésima empresa;
- $IGCNL_i$: representa as variáveis de governança corporativa da i -ésima empresa;
- $ALAV_i$: representa o grau de alavancagem da i -ésima empresa;
- $CRESC_i$: representa o crescimento da i -ésima empresa;
- $IDADE$: representa a idade da i -ésima empresa;
- TAM_i : representa o tamanho da i -ésima empresa;
- $TANG_i$: representa a tangibilidade da i -ésima empresa;
- $TINV_i$: representa taxa de investimento da i -ésima empresa; e,
- ε_i : representa o termo de erro aleatório da i -ésima empresa.

Para verificar a relação entre governança e desempenho será feita a análise pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Entretanto, a relação entre governança corporativa e desempenho enfrenta problemas de causalidade reversa, conforme discutido no item 3.5. Considerando esta possibilidade, conforme recomenda os estudos anteriores, também serão estimados sistemas de equações através do modelo SUR (equações aparentemente não relacionadas, do inglês *Seemingly Unrelated Regression*), conforme segue:

$$\begin{aligned} IGCNL_i &= \beta_0 + \beta_1 * DESEMP_i + \beta_2 * ALAV_i + \beta_3 * TANG_i + \beta_4 * CRESC_i + \beta_5 * TAM_i \\ DESEMP_i &= \beta_0 + \beta_1 * IGCNL_i + \beta_2 * ALAV_i + \beta_3 * TANG_i + \beta_4 * CRESC_i + \beta_5 * IDADE_i \end{aligned}$$

(Equação 4)

Onde:

- $IGCNL_i$: representa as variáveis de governança corporativa da i -ésima empresa;
- $DESEMP_i$: representa as variáveis de desempenho da i -ésima empresa;
- $ALAV_i$: representa o grau de alavancagem da i -ésima empresa;
- $TANG_i$: representa a tangibilidade da i -ésima empresa;
- $CRESC_i$: representa o crescimento da i -ésima empresa;
- TAM_i : representa o tamanho da i -ésima empresa; e,
- $IDADE_i$: representa a idade da i -ésima empresa.

A análise dos dados foi feita com o auxílio dos aplicativos estatísticos *E-Views 5.1* e *Statistica 7.0*. Foram empregadas técnicas econométricas de regressão linear múltipla, com o uso do método dos mínimos quadrados ordinários e modelo SUR.

As variáveis que serão utilizadas neste estudo deverão ser operacionalizadas conforme

a seguir.

i. Qualidade das Práticas de Governança Corporativa

Como *proxy* para determinar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas não listadas em bolsa, nesta pesquisa será utilizado o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (*IGCNL*), baseado no questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares, que adaptou o questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) desenvolvido para as empresas listadas em bolsa. O índice será calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança de 0 a 14. O índice construído contempla três dimensões para a avaliação das práticas de governança: transparência (5 questões), composição e funcionamento do conselho (4 questões), e, controle e conduta (5 questões). O questionário completo é apresentado no Apêndice A.

Este modo de mensurar a qualidade das práticas de governança para as empresas brasileiras foi inicialmente utilizado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), e com algumas adaptações já foi utilizado por outros pesquisadores nacionais e internacionais, a exemplo de Black, Jang e Kim (2003), Nobili (2006), Silveira et al. (2007) e Santos e Leal (2007).

ii. Variáveis de desempenho – serão utilizadas, alternativamente, as seguintes variáveis relacionadas ao desempenho:

- **ROA1:** é o retorno sobre os ativos da empresa, que é operacionalizado como sendo o lucro operacional sobre o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.
- **ROA2:** é o retorno sobre os ativos da empresa, utilizado como alternativa ao ROA1, obtido através do quociente entre o lucro líquido e o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.
- **RSPL:** é o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa, obtido através do quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

iii. Estrutura de Propriedade – serão utilizadas duas variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e controle, alternativamente, nos modelos a serem testados:

- **Concentração de Controle (*ON_DI*):** identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista real da empresa.
 - **Concentração de Propriedade (*TOT_DI*):** identifica o percentual de ações com direito sobre os fluxos de caixa do maior acionista real da empresa.
- iv. **Alavancagem (*ALAV*):** definida pelo quociente entre a dívida financeira total e o ativo total da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.
- v. **Tamanho da Empresa (*TAM*):** definido como o logaritmo neperiano do ativo total da empresa, medido em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.
- vi. **Tangibilidade (*TANG*):** definida como o ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida, medida em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.
- vii. **Crescimento (*CRESC*):** calculado através da média de crescimento das vendas dos últimos três anos.
- viii. **Idade (*IDADE*):** representa a idade das empresas, sendo aproximada pelo logaritmo natural do tempo em que a empresa é registrada como empresa aberta na CVM, por ser um dado disponível.
- ix. **Taxa de investimento (*TINV*):** definida como o quociente entre o valor dos investimentos e o ativo imobilizado bruto, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

3.5 Limitações da pesquisa

Diversos estudos enfatizam o impacto que a governança pode ter sobre o desempenho, conforme foi apresentado no referencial teórico. Entretanto, este efeito causal pode apresentar problemas econôméticos como destacado por Börsch-Supan e Köke (2000):

a) causalidade reversa: a análise da eficácia dos instrumentos de controle corporativo sobre o desempenho da empresa requer que estes instrumentos sejam exógenos, quando na verdade muitos deles são endógenos; na prática, um baixo desempenho influencia mudanças na estrutura de governança, e as empresas com melhor desempenho atraem investidores que influenciam a estrutura de propriedade e, dessa forma, a governança corporativa (BEINER et al., 2003; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006);

b) variáveis omitidas: ocorre devido à indisponibilidade de dados e ao desconhecimento da forma funcional correta, empregando comumente especificações lineares, o que implica na omissão de termos com maiores ordens na equação estimada; por exemplo, a competição no mercado de produtos é uma variável relevante, que raramente é considerada nos estudos de governança, ambos são substitutos parciais, uma vez que estruturas de governança ruins pode ser contra-balançadas por uma competição muito intensa no mercado de produtos;

c) seletividade da amostra: muitos estudos analisam apenas as grandes empresas, e dentre elas, as listadas em bolsa; os autores argumentam que tamanho e ser listada em bolsa é função do desempenho da empresa, pois as empresas de maior porte e listadas provavelmente já são mais rentáveis, induzindo a viés de seletividade;

d) erro de mensuração das variáveis: o desempenho é difícil de mensurar na prática, principalmente durante episódios de *stress* do mercado; uma variável dependente com erro de mensuração não torna os coeficientes estimados viesados, mas eles apresentam menor significância estatística, e, além disso, as *proxies* construídas para mensurar as práticas de governança corporativa reduzem os efeitos estimados; dessa forma, ambos efeitos contribuem para conclusões incorretas da relação dos mecanismos de governança corporativa sobre a produtividade e o desempenho da empresa.

Ao enfrentar problemas econôméticos (potenciais vieses de estimação) desta natureza, torna-se difícil identificar a influência da governança corporativa sobre o desempenho das empresas. Para evitar regressões com resultados espúrios e solucionar os problemas de endogeneidade, os pesquisadores recomendam o emprego de sistemas de equações simultâneas, a fim de investigar a influência dos diferentes mecanismos de controle sobre o desempenho da empresa (AGRAWAL, KNOEBER, 1996; BEINER et al., 2003; DROBETZ, GUGLER, HIRSCHVOGL, 2004; BLACK, JANK, KIM, 2003). Quando se utiliza sistemas de equações simultâneas, em vez de modelos de equações simples, a relação entre governança e desempenho passa a ser consideravelmente menos significante

(AGRAWAL, KNOEBER, 1996; CHO, 1998; BØHREN, ØDEGAARD, 2003). Neste estudo foi empregado um sistema de equações aparentemente não relacionadas.

Ainda, para lidar com os problemas de causalidade reversa, variáveis omitidas e seletividade da amostra, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Börsch-Supan e Köke (2000) recomendam o uso de dados em painel. Ao combinar séries temporais com dados de corte transversal, a análise em painel proporciona dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência (GUJARATI, 2006). Nesta pesquisa, não foi possível o uso de dados em painel devido ao reduzido tamanho da amostra. Quanto aos erros de mensuração, as variáveis utilizadas apresentarão erros desta natureza somente se os dados disponibilizados pelas empresas não foram fidedignos de sua real situação econômico-financeira.

O período considerado no estudo também pode ser um fator limitante, uma vez que mudanças importantes podem ter ocorrido e que não estão especificadas no modelo, apesar de poderem estar sendo capturadas pelo erro aleatório.

4 Discussão dos resultados

A discussão dos resultados desta pesquisa está dividida em três partes. Na primeira, estão os resultados da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa. Na segunda parte, estão os resultados para verificar os determinantes da qualidade das práticas de governança dessas empresas. E, na terceira, estão os resultados que verificam o efeito das práticas de governança sobre o desempenho das empresas abertas não listadas em bolsa.

4.1 Práticas de governança corporativa

4.1.1 Perfil das empresas não listadas em bolsa

Neste item será apresentada a caracterização das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa considerando a distribuição dessas empresas segundo o setor de atividade a que pertence, a região de localização e o tipo de acionista controlador.

A distribuição segundo os setores de atividade foi feita conforme a classificação apresentada no Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os resultados obtidos são mostrados na tabela a seguir.

Como pode ser observado, alguns setores possuem uma quantidade relevante de empresas abertas não listadas na Bovespa, a exemplo de administração de participações; arrendamento mercantil; securitização de recebíveis; construção civil, material de construção e decoração; saneamento e serviços da água e gás; serviços de transporte e logística; têxtil e vestuário; e, máquinas, equipamentos, veículos e peças. A quantidade de empresas e o percentual dos setores de atividade identificados estão apresentados na tabela 2 (4).

Tabela 2 (4) – Distribuição das empresas segundo o setor de atividade

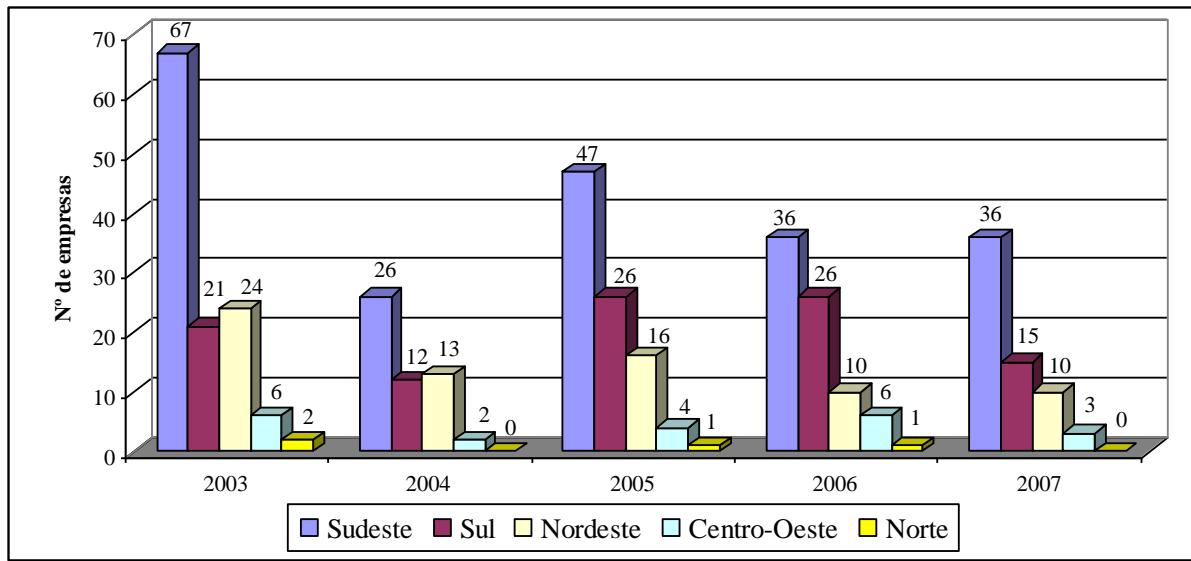
Os dados são relativos aos anos de 2003 a 2007. Esta tabela apresenta a quantidade e o percentual de empresas por setor de atividade. A amostra de cada ano é apresentada no final da tabela.

Setor de Atividade	2003		2004		2005		2006		2007	
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
Empresas administradoras de participações	24	20,0	9	17,0	20	21,3	7	8,9	8	12,5
Arendamento mercantil	21	17,5	9	17,0	12	12,8	8	10,1	10	15,6
Energia elétrica	8	6,7	3	5,7	3	3,2	5	6,3	2	3,1
Securitização de recebíveis	8	6,7	2	3,8	8	8,5	12	15,2	9	14,1
Construção civil, material de construção e decoração	7	5,8	3	5,7	5	5,3	3	3,8	2	3,1
Saneamento e serviços de água e gás	7	5,8	3	5,7	5	5,3	6	7,6	5	7,8
Serviços de transporte e logística	6	5,0	5	9,4	7	7,4	7	8,9	7	10,9
Têxtil e vestuário	5	4,2	1	1,9	5	5,3	3	3,8	3	4,7
Hospedagem e turismo	4	3,3	1	1,9	3	3,2	1	1,3	2	3,1
Máquinas, equipamentos, veículos e peças	4	3,3	5	9,4	4	4,3	4	5,1	4	6,3
Metalurgia e siderurgia	3	2,5	2	3,8	1	1,1	3	3,8	1	1,6
Papel e celulose	3	2,5	1	1,9	3	3,2	1	1,3	0	0,0
Telecomunicações	3	2,5	1	1,9	2	2,1	2	2,5	1	1,6
Química, petroquímica, combustíveis e borracha	3	2,5	2	3,8	3	3,2	2	2,5	1	1,6
Agricultura (açúcar, álcool e cana)	2	1,7	2	3,8	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Alimentos	2	1,7	0	0,0	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Bancos	2	1,7	1	1,9	3	3,2	4	5,1	0	0,0
Comércio (atacado e varejo)	1	0,8	0	0,0	0	0,0	1	1,3	0	0,0
Crédito imobiliário	1	0,8	0	0,0	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Embalagens	1	0,8	1	1,9	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Extração mineral	1	0,8	1	1,9	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Factoring	1	0,8	0	0,0	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Petróleo e gás	1	0,8	1	1,9	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Reflorestamento	1	0,8	0	0,0	1	1,1	1	1,3	1	1,6
Serviços médicos	1	0,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Comunicação e informática	0	0,0	0	0,0	1	1,1	1	1,3	0	0,0
Gráficas e editoras	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	1,6
Intermediação financeira	0	0,0	0	0,0	1	1,1	1	1,3	0	0,0
Total	120	100	53	100	94	100	79	100	64	100

Em seguida foi feita a distribuição das empresas investigadas segundo sua região de localização, e os resultados são mostrados na figura a seguir.

Conforme destaca a figura 2 (4), há um maior número de empresas abertas não listadas em bolsa nas regiões Sudeste, Sul e Nordeste. As regiões Centro-Oeste e Norte são as que possuem menor quantidade dessas empresas.

Esta distribuição das empresas no Brasil foi identificada por outros estudos, que também destacaram uma concentração nas regiões Sudeste e Sul.



Este quadro apresenta a quantidade de empresas por região para cada ano. A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007.

Figura 2 (4) – Distribuição das empresas por região

As empresas abertas não listadas também foram classificadas segundo o tipo de acionista controlador, considerando a estrutura indireta de controle, para identificar os verdadeiros proprietários das mesmas, da seguinte maneira:

- Familiar: empresas cujo controle pertence a uma família ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada que detém a maior quantidade de ações de voto em última instância;
- Governo: empresas cujo controle pertence à União, aos Estados, ao Distrito Federal ou aos Municípios;
- Institucional: empresas cujo controle está em posse das fundações, companhias de seguros e fundos de investimentos;
- Estrangeira: empresas cujo controle pertence à um proprietário estrangeiro ou a uma matriz estrangeira.

Essa metodologia para identificar o proprietário em última instância foi utilizada por La Porta et al. (1998, 2000), Faccio e Lang (2001), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), de forma que o cálculo do direito de controle é realizado segundo o critério do menor valor na cadeia de direitos de voto, e o direito de propriedade como o somatório do produto das participações na cadeia de direitos de fluxo de caixa. Para exemplificar, serão utilizadas as

informações da figura a seguir da empresa Paramount Têxteis Ind. e Com. S/A, ao final de 2007:

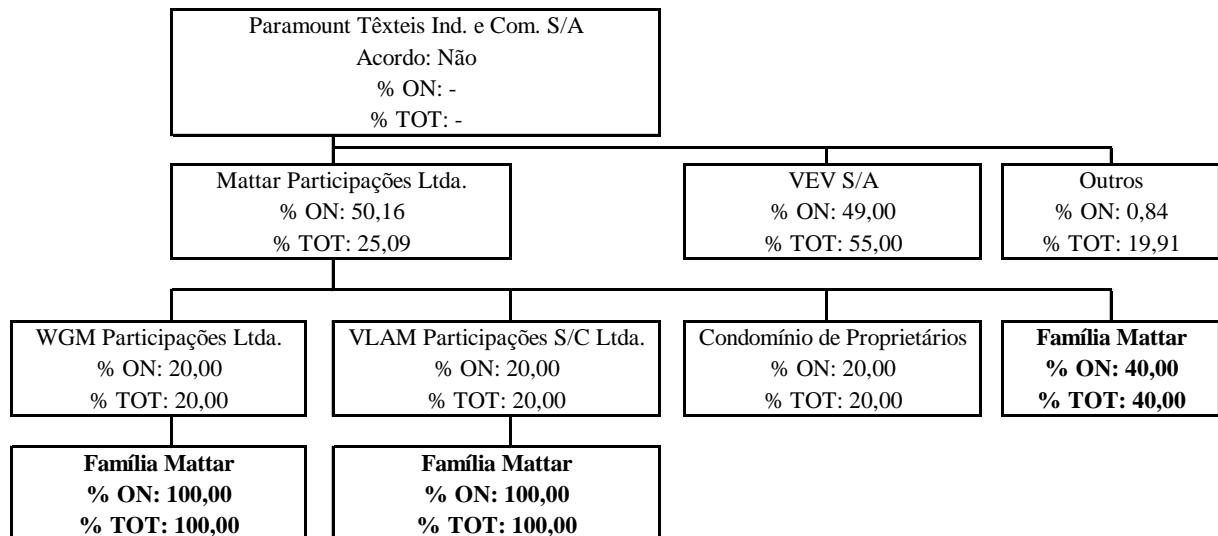


Figura 3 (4) – Exemplo de estrutura indireta de controle

Fonte: www.infoinvest.com.br

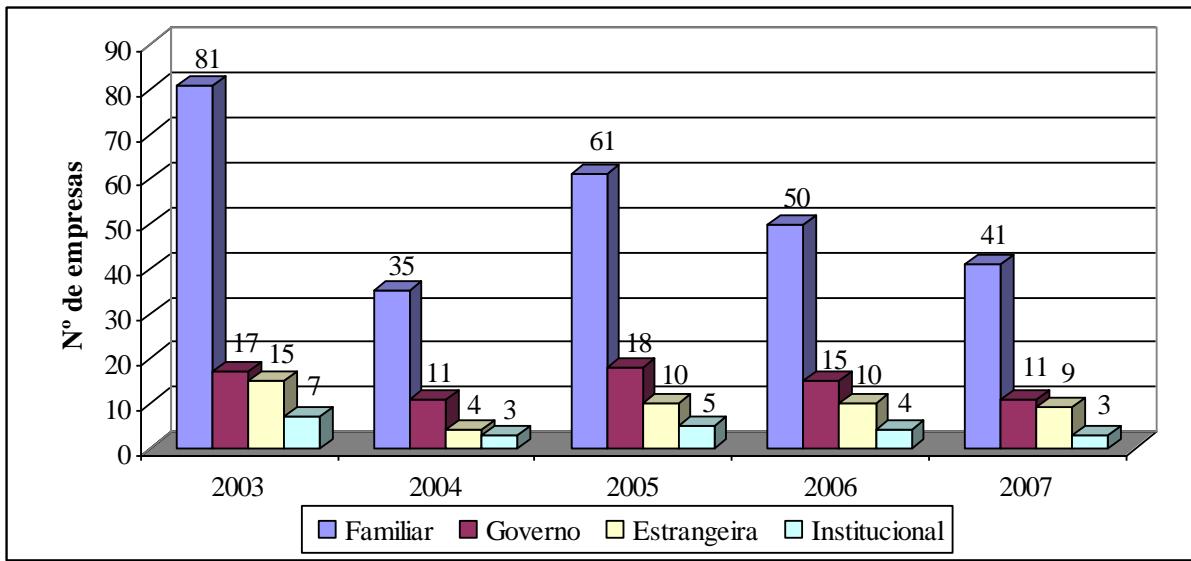
A família Mattar é o maior detentor de ações de voto, possuindo:

$$\text{ON indireto: } \text{Min}[100,00; 20,00; 50,16]\% + \text{Min}[100,00; 20,00; 50,16]\% + \text{Min}[40,00; 50,16]\% = (20,00 + 20,00 + 40,00)\% = 80,00\%$$

$$\text{TOT indireto: } 100,00\% \times 20,00\% \times 25,09\% + 100,00\% \times 20,00\% \times 25,09\% + 40,00\% \times 25,09\% = 20,07\%$$

Onde: ON indireto são as ações ordinárias observando-se a estrutura indireta de controle, e TOT indireto é o total das ações (ON + PN) do investidor, considerando a estrutura indireta.

Assim, seguindo esta metodologia para as empresas de capital aberto não listadas em bolsa, a amostra foi classificada segundo o tipo de acionista controlador conforme mostra a figura a seguir.



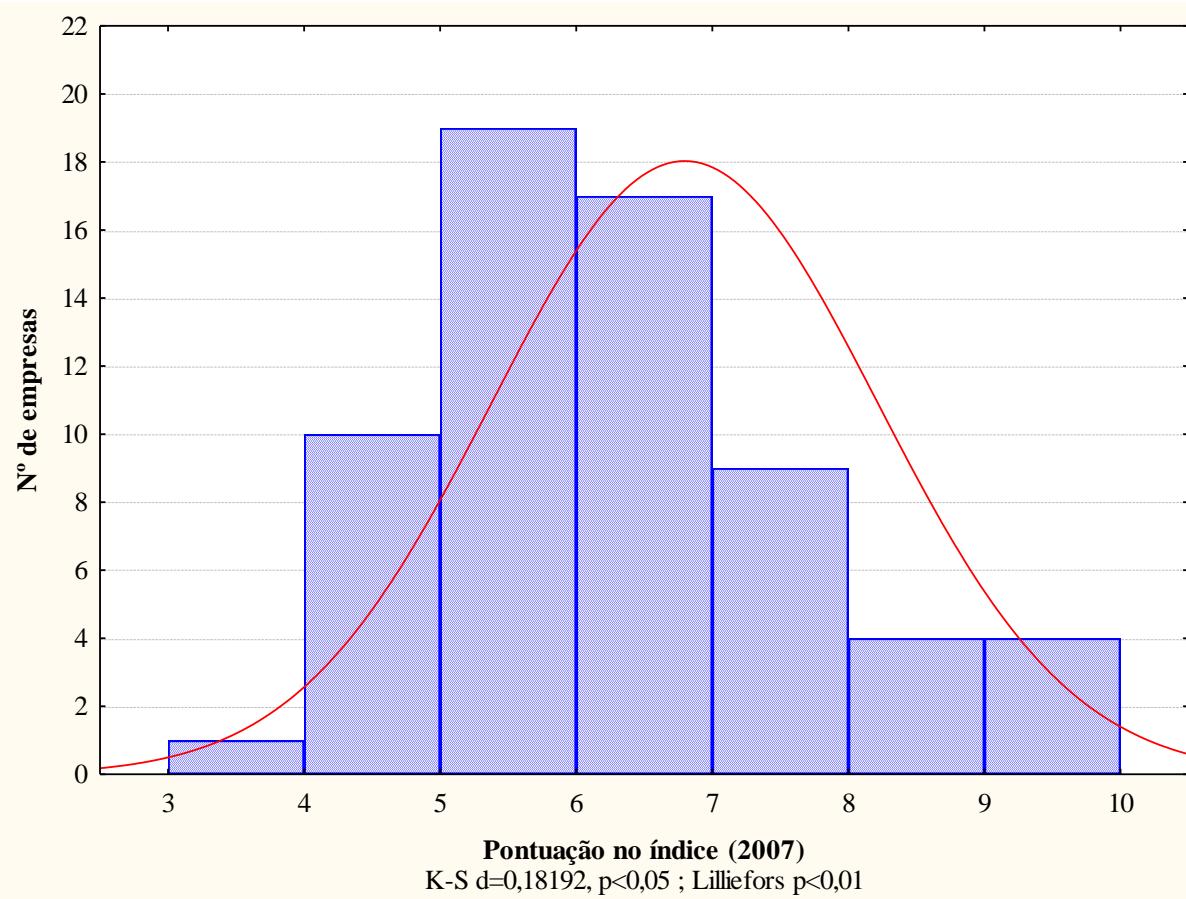
O tipo de acionista controlador (familiar, governo, estrangeira e institucional) foi obtido através da identificação do controlador em última instância com mais de 5% de propriedade, conforme metodologia adotada internacionalmente. A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007. Este quadro apresenta a quantidade de empresas por tipo de acionista controlador para cada ano.

Figura 4 (4) – Distribuição das empresas segundo o tipo de acionista controlador

Verifica-se que nas empresas brasileiras não listadas, a estrutura de controle predominante é familiar, seguido do controle governamental, estrangeiro e institucional. Estes resultados estão aderentes aos observados por Santos (2005).

4.1.2 Indicador da qualidade das práticas de governança corporativa

Para identificar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas não listadas na Bovespa, foi utilizado o questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares, que adaptou o questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004). O Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (*IGCNL*) foi calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários, sendo que cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança de 0 a 14. O questionário completo é apresentado no Apêndice A. A pontuação obtida pelas empresas analisadas para o índice *IGCNL* é apresentada na figura a seguir.

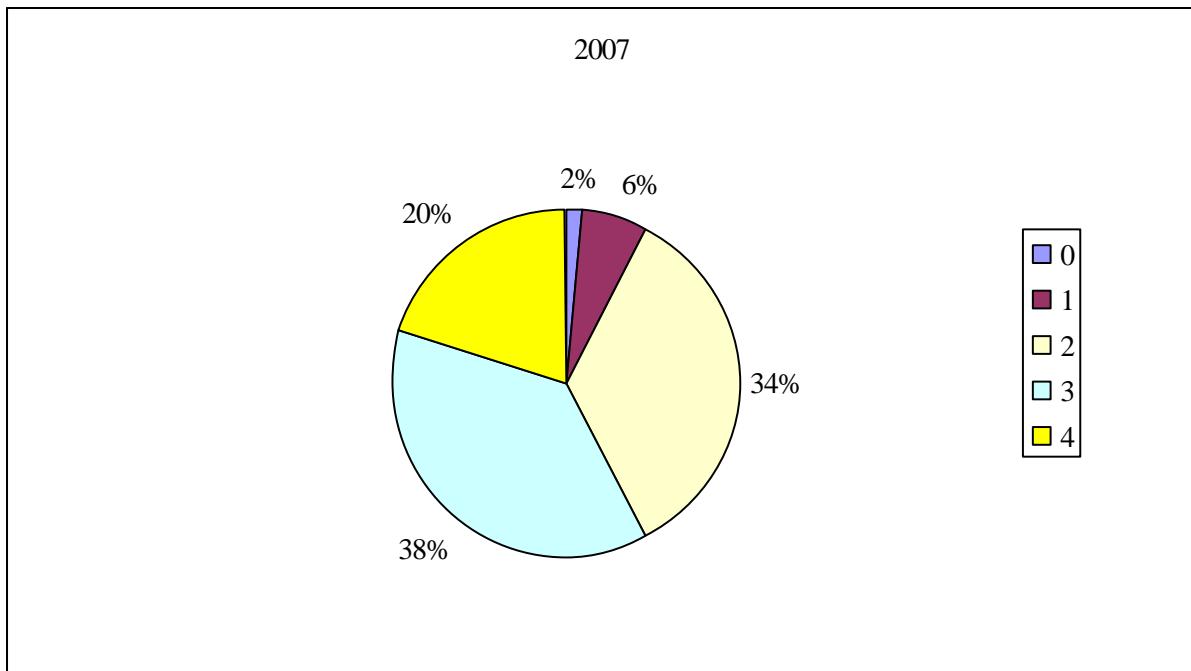


A amostra é composta por 64 empresas em 2007.

Figura 5 (4) – Pontuação do índice IGCNL das empresas abertas não listadas em bolsa

Nesta figura observa-se que em 2007 apenas uma empresa apresentou 4 pontos no índice que busca mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa, tendo 4 empresas atingido 10 pontos. Nenhuma empresa atingiu a pontuação máxima (14), sendo que a maior parte das empresas ficaram com 6 e 7 pontos. A distribuição dos demais anos pode ser observada no Anexo A. Destaca-se que a empresa com melhor pontuação atingiu 12 pontos em 2006.

Em seguida, foi investigada a pontuação obtida pelas empresas em análise para cada uma das dimensões do índice (sub-índices) que são transparência, composição e funcionamento do conselho, e, controle e conduta. No que se refere ao sub-índice transparência, as empresas poderiam obter uma pontuação variando de 0 a 5, conforme é apresentado na figura a seguir.



A amostra é composta por 64 empresas em 2007.

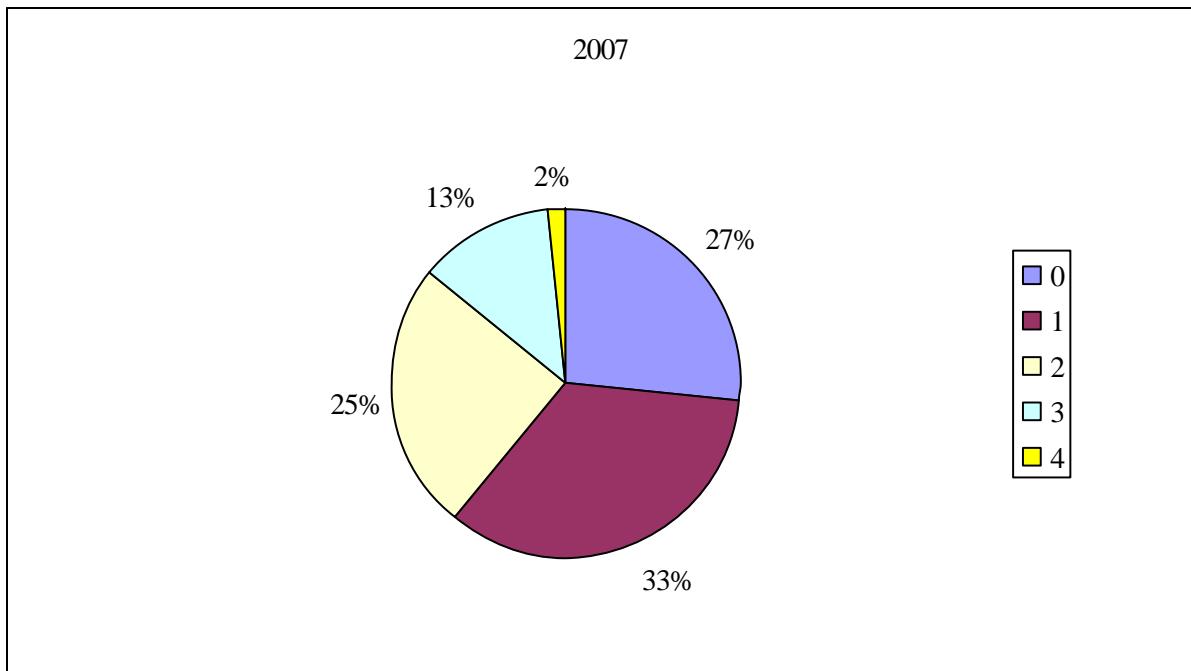
Figura 6 (4) – Pontuação do sub-índice transparência das empresas abertas não listadas em bolsa

Em relação à transparência, no período de 2003 a 2007, um maior número de empresas obteve pontuação variando entre 2 e 4 pontos, destacando-se também que neste item específico nenhuma delas atingiu a pontuação máxima. Em 2007, obtiveram 4 pontos neste sub-índice, 20% das empresas abertas não listadas na Bovespa. As informações dos anos anteriores estão no Anexo B.

Quanto ao sub-índice composição e funcionamento do conselho, as empresas abertas não listadas na Bovespa poderiam obter uma pontuação variando de 0 a 4. Os resultados obtidos para este sub-índice são apresentados na figura a seguir.

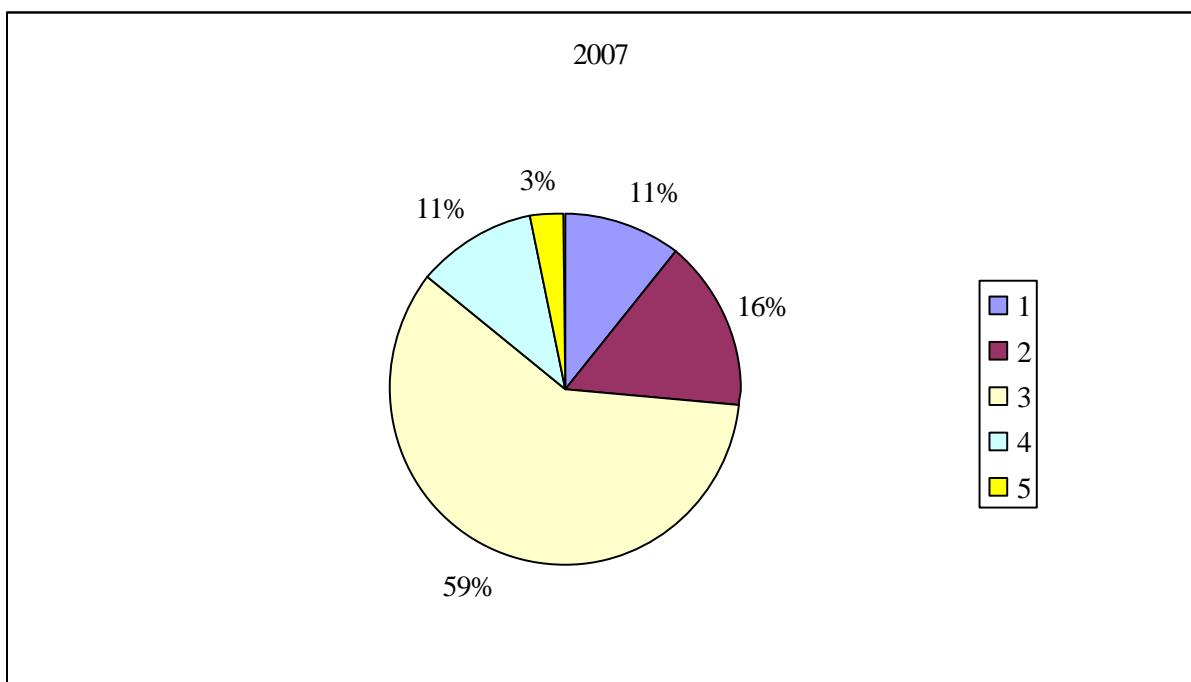
A figura 7 (4) destaca que em 2007 a maior parcela das empresas abertas não listadas em bolsa apresentaram entre 0 e 2 pontos para o sub-índice composição e funcionamento do conselho. A pontuação máxima (4) foi alcançada por apenas uma empresa (2%) em 2007. No Anexo C pode ser vista a distribuição dos demais anos.

Também foi investigado o sub-índice controle e conduta das empresas, cuja pontuação poderia variar entre 0 e 5. Os resultados são apresentados na figura 8 (4).



A amostra é composta por 64 empresas em 2007.

Figura 7 (4) – Pontuação do sub-índice composição e funcionamento do conselho das empresas abertas não listadas em bolsa



A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007.

Figura 8 (4) – Pontuação do sub-índice controle e conduta das empresas abertas não listadas em bolsa

No que se refere ao sub-índice controle e conduta, observa-se que 59% das empresas obtiveram entre 3 pontos. A pontuação máxima foi atingida por duas empresas (3%) em 2007. Os resultados dos demais anos se encontram no Anexo D.

Considerando as 14 questões que compõem o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), a tabela seguinte apresenta os percentuais de respostas positivas para cada questão nos anos investigados (2003 a 2007).

Tabela 3 (4) – Respostas do questionário para composição do Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL)

Percentuais de respostas positivas às perguntas do questionário para as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007.

Dimensões de governança		2003	2004	2005	2006	2007
Transparência						
Q1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	80,0%	75,5%	83,0%	89,9%	93,8%
Q2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Q3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	55,0%	49,1%	50,0%	48,1%	43,8%
Q4	A companhia apresenta no seu website ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	78,3%	58,5%	70,2%	69,6%	56,3%
Q5	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?	69,2%	66,0%	70,2%	74,7%	78,1%
Composição e Funcionamento do Conselho						
Q6	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	58,3%	58,5%	60,6%	72,2%	69,4%
Q7	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	22,5%	26,4%	28,7%	29,1%	20,3%
Q8	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?	41,7%	37,7%	34,0%	40,5%	29,7%
Q9	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?	25,0%	26,4%	23,4%	24,1%	18,8%
Controle e Conduta						
Q10	A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?	98,3%	86,8%	98,9%	98,7%	84,4%
Q11	O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	22,5%	0,0%	10,6%	13,9%	25,6%
Q12	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?	65,8%	62,3%	58,5%	70,9%	64,1%
Q13	O controle da companhia é direto?	32,5%	32,1%	41,5%	41,8%	29,7%
Q14	Não existem acordos de acionistas?	72,5%	81,1%	87,2%	84,8%	85,9%

A tabela anterior destaca que, para cada questão nos anos analisados, os percentuais de respostas positivas são muito próximos para todos os anos. Em relação à dimensão Transparência, verifica-se que as empresas abertas não listadas em bolsa têm elaborado seus relatórios financeiros obedecendo aos prazos legais (Q1), tendo em 2004 sido observado o menor percentual observado (75,5%) e em 2007 o maior percentual (93,8%), destacando que algumas dessas empresas ainda retardam a divulgação de suas informações. Por outro lado, em todos os anos não foi observada a publicação desses relatórios segundo os padrões internacionais de contabilidade (Q2) conforme aqueles recomendados pelo IASB ou USGAAP. Isto demonstra que essas empresas não sinalizam preparação para ingressarem nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, que possuem três segmentos de mercado, aos quais as empresas podem aderir espontaneamente, atendendo progressivamente a regras mais severas de governança corporativa. Em seguida, foi investigado se as empresas foram auditadas por uma das grandes auditorias globais (Delloite, Ernest & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers), tendo este quesito (Q3) sido observado em mais de 40% da amostra de todos anos, atingindo 55% em 2003. Quanto à remuneração do diretor geral e dos membros do conselho (Q4), o menor índice de divulgação (56,3%) foi observado em 2007 e o maior percentual de divulgação (78,3%) ocorreu em 2003. Já em relação à presença de parecer de auditoria sem ressalvas (Q5), verificou-se que 66% das empresas analisadas em 2004 apresentaram parecer sem ressalva, tendo em 2007 atingido o patamar de 78,1%.

Para a dimensão Composição e Funcionamento do Conselho, um dos itens analisados foi a quantidade de membros do conselho entre 5 e 9 (Q8), conforme recomenda o IBGC, e foi observado que 41,7% dessas empresas atendiam esta recomendação em 2003, reduzindo em 2005 para 34%, e, em 2007 para 29,7%. A distinção entre as funções de presidente e diretor do conselho (Q6) foi observada em 58,3% das empresas abertas não listadas na Bovespa em 2003, tendo em 2006 atingido o maior percentual (72,2%). Poucas empresas apresentam conselheiros independentes (Q7), tendo o maior número sido observado em 2006 com 29,1% da amostra. Quanto ao prazo de mandato dos membros do conselho (Q9), observou-se que 26,4% das empresas em 2004 possuíam conselheiros com prazo de um ano, tendo em 2007 esse percentual sido reduzido para 18,8%.

Já em relação à dimensão Controle e Conduta, verificou-se a ausência de investigação ou de qualquer tipo de condenação pela CVM (Q10) em mais de 98% das empresas em 2003, 2005 e 2006. A presença de um grupo controlador com menos da metade das ações com direito a voto (Q11) das empresas de capital aberto não listadas em bolsa foi observado em

22,5% dessas empresas em 2003, atingindo em 2007 o patamar de 25,6%, sendo que em 2004 foi verificada somente acionistas com mais da metade do capital votante, o que indica a existência de uma estrutura de propriedade bastante concentrada. A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do capital votante (Q12) em 58,5% dessas empresas em 2005, atingindo 70,9% em 2006. O controle direto (Q13) foi observado em pelo menos 30% das empresas em todos os anos. A inexistência de acordos entre acionistas (Q14) em 2003 era de 27,5%, diminuindo em 2007 para 14,1%.

4.3 Determinantes da governança corporativa

Para as variáveis que serão utilizadas neste estudo no sentido de buscar verificar seus efeitos da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa, são apresentados a seguir as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão).

Os resultados da tabela 4 (4) mostram que metade das empresas de capital aberto brasileiras que não atuam na Bovespa, apresentaram um bom nível de governança corporativa com mediana superior a 7 pontos, embora a pontuação máxima atingida tenha sido 10 pontos. Quando distribuído pelas três dimensões, observou-se que transparência (TRANSP) e controle e conduta (CONTROL) também apresentaram bons resultados, ao passo que a composição e o funcionamento do conselho (CONSEL) precisam ser melhorados. Estes resultados denotam que as características do conselho de administração das empresas não listadas ainda não atendem totalmente ao que é recomendado como boas práticas de governança corporativa, segundo o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, observa-se uma forte concentração de controle (ON_D1) e de propriedade (TOT_D1) nas mãos do acionista controlador, chegando a valores superiores a 96% em metade das empresas brasileiras não listadas. Outros estudos também constataram que as empresas brasileiras possuem uma estrutura de propriedade concentrada, a exemplo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Silveira (2004) e Santos e Leal (2007). Estes últimos estudaram as empresas familiares, nas quais os maiores controladores detiveram o controle da empresa, isoladamente, em 93% dos casos.

Em relação às variáveis de desempenho, destaca-se que, mesmo após ter excluído as empresas com patrimônio líquido negativo, alguns resultados do retorno sobre o ativo (ROA) e do retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) sofreram influência das empresas que tiveram prejuízo no resultado do exercício, apresentando valores negativos.

Tabela 4 (4) – Estatística descritiva das variáveis (2007)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), transparência (TRANSP), composição e funcionamento do conselho (CONSEL), controle e conduta (CONTROL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) dessas variáveis. Os dados são relativos a 2007. A amostra é formada por 64 empresas.

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Qualidade das Práticas de Governança Corporativa					
IGCNL	6,8	7,0	4,0	10,0	1,4
TRANSP	2,7	3,0	0,0	4,0	0,9
CONSEL	1,3	1,0	0,0	4,0	1,0
CONTROL	2,8	3,0	1,0	5,0	0,9
Propriedade					
ON_D1	85,2%	99,0%	31,2%	100,0%	21,9%
TOT_D1	82,4%	96,8%	25,1%	100,0%	23,6%
Variáveis de Desempenho					
ROA1	2,1%	0,9%	-57,4%	34,8%	11,6%
ROA2	0,8%	0,8%	-57,4%	23,7%	10,4%
RSPL	-18,4%	2,0%	-1968,5%	1095,0%	290,4%
Variáveis de Controle					
ALAV	33,2%	27,2%	0,0%	100,0%	28,3%
CRESC	10,2%	6,0%	-505,0%	246,4%	80,4%
IDADE	10,9	9,5	0,1	38,1	10,0
TAM	12,1	12,6	3,9	18,3	3,2
TANG	335,4%	17,3%	0,0%	7489,8%	1055,3%
TINV	55,9%	0,0%	0,0%	2229,3%	297,3%

Nas variáveis de controle pode ser observado que o percentual de dívidas de longo prazo em relação ao total do ativo (alavancagem) é de 33,2%, em média, e o crescimento médio atingiu 10,2%. A média de idade das empresas investigadas é 10,9 anos. O quociente entre ativo imobilizado e receita operacional líquida (tangibilidade) em metade dessas empresas é superior a 17,3% e a taxa de investimento média é de 55,9%. As estatísticas descritivas dos outros anos são apresentadas no Anexo E.

Em seguida, foram investigadas as correlações entre as principais variáveis utilizadas neste estudo. As variáveis de desempenho (ROA1, ROA2 e RSPL) e as variáveis de propriedade (ON_D1 e TOT_D1) são correlacionadas entre si, mas como já foi dito anteriormente não serão utilizadas conjuntamente. Os demais resultados são apresentados na matriz de correlação a seguir.

Tabela 5 (4) – Matriz de correlação das variáveis para o ano de 2007

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 64 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2007. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	IGCNL	ON_D1	TOT_D1	ROA1	ROA2	RSPL	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1											
ON_D1	-0,15	1										
TOT_D1	-0,14	0,94	1									
ROA1	0,17	-0,13	-0,10	1								
ROA2	0,13	-0,05	-0,03	0,86	1							
RSPL	0,08	-0,02	0,02	0,27	0,31	1						
ALAV	0,18	-0,01	0,04	0,05	0,02	0,05	1					
CRESC	-0,15	0,00	0,01	-0,24	-0,16	-0,06	0,12	1				
IDADE	-0,34	0,15	0,07	-0,15	-0,14	-0,11	-0,04	-0,03	1			
TAM	0,23	-0,21	-0,21	0,18	0,17	0,12	0,44	0,15	0,08	1		
TANG	-0,08	0,01	0,00	-0,12	-0,06	0,06	0,24	-0,01	0,13	0,08	1	
TINV	0,04	0,05	0,06	0,01	0,08	0,02	0,20	0,16	-0,13	0,23	-0,04	1

O mesmo procedimento para elaboração da matriz de correlação foi aplicado com os dados dos outros anos. Por apresentarem resultados similares, foram omitidos desta seção, sendo apresentados nos Anexos F e G. Os sinais apresentados nas correlações entre o índice IGCNL e as demais variáveis são consistentes com os sinais esperados. Os resultados, embora alguns não tenham significância estatística, mostram que o índice IGCNL apresentou correlação positiva com as variáveis de desempenho (ROA1, ROA2 e RSPL), e tamanho da empresa. Com as variáveis de estrutura de propriedade (ON_D1 e TOT_D1), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade, tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV), o sinal da correlação foi invertido em alguns anos. Resultados similares foram obtidos por estudos nacionais e internacionais feitos em empresas listadas em bolsa, a exemplo de Kappler e Love (2002), Beiner et al. (2003), Durnev e Kim (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Santos (2005), Ariff, Ibrahim e Othman (2007), e, Silveira et al. (2007).

Este estudo busca identificar as possíveis variáveis endógenas que influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores. Os modelos foram estimados para cada ano isoladamente, com a utilização do método de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Ressalta-se que não é objetivo desta pesquisa estabelecer o melhor modelo a ser utilizado,

mas testar a relação existente entre as variáveis selecionadas e as práticas de governança corporativa, conforme os estudos da área. Os resultados para o ano de 2007 são apresentados na tabela 6 (4).

Tabela 6 (4) – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa (2007)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 64 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

IGCNL					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	8,6967**	8,6964**	8,8440**	8,8436**
	t	6,5324	6,5507	6,6205	6,6346
ON_D1	β	-0,3114	-0,3121		
	t	-0,3939	-0,3954		
TOT_D1	β			-0,4454	-0,4466
	t			-0,6125	-0,6141
ROA1	β	0,0046		0,0053	
	t	0,0030		0,0034	
ROA2	β		0,0402		0,0627
	t		0,0240		0,0375
ALAV	β	0,5790	0,5800	0,6131	0,6147
	t	0,8538	0,8538	0,9008	0,9015
CRESC	β	-0,3717*	-0,3709*	-0,3701*	-0,3687*
	t	-1,7105	-1,7449	-1,7062	-1,7380
IDADE	β	-0,3877**	-0,3872**	-0,3892**	-0,3885**
	t	-2,8015	-2,7965	-2,8493	-2,8462
TAM	β	0,1033*	0,1030*	0,0996	0,0992
	t	1,7003	1,6923	1,6370	1,6268
TANG	β	-0,0117	-0,0117	-0,0119	-0,0119
	t	-0,7100	-0,7140	-0,7232	-0,7268
Estatística F		2,5142	2,5143	2,5554	2,5556
p		0,0255	0,0255	0,0234	0,0234
R² Ajustado		0,1440	0,1440	0,1474	0,1474
Nº Obs.		64	64	64	64

As variáveis investigadas já foram utilizadas por outros estudos, conforme pode ser observado no referencial teórico, e, particularmente, ao tratar dos determinantes das práticas

de governança corporativa pode ser observado nos estudos de Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e Silveira et al. (2007).

Os resultados obtidos com os dados de 2007 mostram que maior concentração de ações de controle (ações ordinárias), denominadas de ON_D1, e de ações com direitos sobre o fluxo de caixa (ações ordinárias + ações preferenciais), denominadas de TOT_D1, em um único investidor impacta negativamente sobre as práticas de governança corporativa, apesar dos resultados não serem estatisticamente significativos. Estes resultados reforçam aqueles obtidos por Cho e Kim (2003), que já haviam identificado uma relação negativa entre propriedade e governança corporativa. Concentração de ações (de voto e de fluxo de caixa) em um único proprietário é apontado na literatura como uma possibilidade de expropriação potencial dos acionistas minoritários.

Por outro lado, as variáveis de desempenho, medidas através do retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2), são variáveis endógenas que influenciam positivamente o índice de governança corporativa das empresas investigadas, embora essas relações não sejam significativas estatisticamente. Estudos anteriores também evidenciam que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a melhores desempenhos, como pode ser visto em Kappler e Love (2002), Durnev e Kim (2003), Brown e Caylor (2004), e, Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004), dentre outros.

Um maior grau de Alavancagem das empresas impacta positivamente sobre as práticas de governança corporativa. Estes resultados estão alinhados com os de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), que investigou empresas do Brasil e do Chile listadas em bolsa, mostram que a alavancagem influencia positivamente a qualidade das práticas de governança corporativa.

Observa-se ainda que a Taxa de Crescimento da empresa influencia negativamente a qualidade das suas práticas de governança corporativa. Como as empresas não-listadas em bolsa têm menores pressões do mercado que aquelas que atuam na Bovespa, elas podem não estar dando a devida atenção em demonstrar melhores práticas de governança, quando estão em fase de crescimento de suas vendas no mercado. Estes resultados corroboram com os obtidos por Beiner et al. (2003) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) para empresas listadas em bolsa e os de Santos e Leal (2007) para as empresas de controle familiar não-listadas. Nos dois casos foi encontrado uma relação negativa entre a variável *proxy* do Crescimento das empresas e o índice de governança corporativa.

Para o ano aqui apresentado (2007), a idade apresentou uma influencia negativa sobre o indicador de governança corporativa, contrariando os resultados obtidos em estudos anteriores (BLACK, JANG, KIM, 2003; SANTOS, 2005; SILVEIRA et al., 2007). Para Ariff,

Ibrahim e Othman (2007), pelo fato das empresas que operarem por vários anos, já apresentam um sistema bem estabelecido e equipado com bastantes recursos, além de já possuírem uma boa reputação no país em que atuam, o que levariam a uma boa governança. Além disso, as empresas maduras têm bastante experiência histórica para aprender com os efeitos das más e boas práticas de governança em relação ao mercado, esperando dessa forma que a idade apresente uma relação positiva com as práticas de governança.

Também pode ser observado na tabela 6 (4) que o Tamanho influencia positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa. Os resultados de Kappler e Love (2002), Beiner et al. (2003) e Ariff, Ibrahim e Othman (2007) também evidenciam que as empresas maiores tendem a apresentar melhor nível de governança corporativa.

Os resultados da pesquisa evidenciaram ainda que a Tangibilidade, mensurada pela razão entre o ativo imobilizado bruto e a receita operacional líquida, influencia negativamente as práticas de governança corporativa, apesar de não terem significância estatística. Isto sugere que quanto maior o nível de tangibilidade da empresa menor será a qualidade das práticas de governança esperada. Isso pode ser devido as empresas que aplicam mais recursos em ativo imobilizado conseguem mais facilmente financiar novos projetos, pois podem utilizar esses ativos como garantia. Já as empresas com elevados níveis de ativos intangíveis devem apresentar melhores práticas de governança corporativa para se mostrarem mais atrativas aos investidores.

De forma similar, foram testados todos os modelos apresentados na tabela 6 (4) para os demais anos, cujos resultados estão apresentados nos Anexos H, I e J. Na seqüência serão destacados os principais resultados encontrados. Pode-se destacar que a variável de propriedade, medida pela concentração de ações de controle (ON_D1) e direitos sobre o fluxo de caixa (TOT_D1), apresentou uma influência positiva em 2004 e negativa nos demais anos, sobre as práticas de governança, não permitindo saber o sentido de sua influência sobre as práticas de governança. As variáveis utilizadas para mensurar o desempenho apresentaram influência positiva em todos os anos, sugerindo que as empresas com melhor desempenho possuem melhores práticas de governança. Também, os resultados sobre o tipo de influência que o nível de alavancagem, a taxa de crescimento e a idade exercem sobre as práticas de governança são inconclusivos, uma vez que há inversão de sinal de um ano para outro. A variável tamanho apresenta relação positiva com a qualidade das práticas de governança corporativa. Ainda nos resultados deste ano, a variável tangibilidade apresentou sinal negativo

em todos os anos, demonstrando que as empresas com maior grau de tangibilidade tendem a possuir melhores práticas de governança.

A tabela 7 (4) apresenta um resumo dos efeitos dos determinantes sobre a qualidade das práticas de governança corporativa.

Tabela 7 (4) – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa (resumo)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

Variáveis	IGCNL									
	2003		2004		2005		2006		2007	
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VIII)	(IX)	(X)
ON_D1	-		+		+		- **		-	
TOT_D1		+		+		-		- *		-
ROA1	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ALAV	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+
CRESC	-	-	-	-	-	+	- **	- *	- *	- *
IDADE	-	-	-	-	+	+	-	-	- **	- **
TAM	+	+	+ **	+ **	+ **	+ **	+ **	+ **	+ *	+
TANG	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Em linhas gerais, os resultados das variáveis de propriedade, alavancagem, idade e tangibilidade não permitem saber o sentido de suas influências sobre as práticas de governança, uma vez que inverteu o sinal da relação ao longo do período analisado. Já o desempenho e o tamanho da empresa apresentaram em todos os anos uma influência positiva sobre o indicador da qualidade das práticas de governança.

A análise de dados em painel tornou-se inviável devido à dificuldade de trabalhar com amostra pequena. Mesmo considerando esta limitação, no Anexo P, é apresentada a análise de dados em painel com efeitos fixos. Estes resultados permitem comparar com aqueles obtidos anteriormente estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Por exemplo, o sentido da influência das variáveis de desempenho, tamanho e tangibilidade sobre as práticas de governança foram consistentes com os resultados individuais de cada ano. Já para as variáveis de estrutura de propriedade, crescimento e idade, prevaleceu a influência negativa sobre a qualidade de governança, que também foi observada na análise feita para cada ano individualmente.

4.4 Relação entre governança e desempenho

Este estudo busca também verificar se existe relação entre práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. O modelo de estimação utilizado foi apresentado no item 3.2. Inicialmente, os modelos foram estimados para cada ano isoladamente, com a utilização do método de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Ressalta-se que o objetivo desta pesquisa é verificar a relação existente governança e desempenho. Os resultados de 2007 são apresentados na tabela 8 (4).

Tabela 8 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (2007)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre o ativo (ROA1). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 64 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

ROA1					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	0,0411	0,0654	0,0415	0,0392
	t	0,2922	0,4596	0,2955	0,2817
IGCNL	β	0,0001	0,0053	0,0012	0,0003
	t	0,0128	0,4624	0,1044	0,0272
ALAV	β	-0,0015	0,0356	-0,0157	-0,0029
	t	-0,0246	0,6352	-0,2757	-0,0496
CRESC	β	-0,0395**	-0,0351*	-0,0387**	-0,0399**
	t	-2,1238	-1,8713	-2,0880	-2,1746
IDADE	β	-0,0157	-0,0108	-0,0167	-0,0153
	t	-1,2431	-0,8668	-1,3295	-1,2348
TAM	β	0,0091*		0,0091*	0,0089*
	t	1,7477		1,7541	1,7514
TANG	β	-0,0013	-0,0013		-0,0013
	t	-0,9233	-0,9149		-0,9171
TINV	β	-0,0011	0,0005	-0,0008	
	t	-0,2184	0,0961	-0,1491	
Estatística F		1,4239	1,1120	1,5230	1,6813
p		0,2142	0,3669	0,1872	0,1423
R² Ajustado		0,0450	0,0106	0,0474	0,0609
Nº Obs.		64	64	64	64

Com os dados de 2007, observa-se que as práticas de governança corporativa influenciam positivamente o retorno sobre os ativos da empresa, sugerindo que empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a apresentar melhor desempenho, conforme já foi obtido em estudos anteriores, a exemplo de Black (2001) e Durnev, Gugler e Hirschgowl (2004).

Já o grau de alavancagem ora impacta positivamente ora negativamente sobre o retorno dos ativos, sendo indefinido o sentido de sua influência no desempenho para este grupo de empresas. Baseado nos estudos anteriores era esperado uma relação positiva (BEINER et al., 2003; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006).

Ainda observando os dados de 2007, a influência das variáveis crescimento, idade, tangibilidade e taxa de crescimento sobre o desempenho é negativa, corroborando com os estudo de Black, Jang e Kim (2003). Entretanto, esperava-se que a relação entre o desempenho e o crescimento fosse positiva (DURNEV, KIM, 2002; BEINER et al., 2003; BLACK, LOVE, RACHINSKY, 2006).

O tamanho da empresa apresenta uma relação positiva com o desempenho, indicando que as empresas maiores apresentam melhor desempenho. Pesquisando as empresas familiares brasileiras, Santos (2005) confirma esta relação entre tamanho e desempenho. Por outro lado, também estudando as empresas brasileiras, Carvalhal-da-Silva e Leal (2006) observaram que o tamanho não apresentou resultados robustos, mudando o sinal de influencia sobre o desempenho em alguns modelos.

Os modelos de regressão estimados para os demais anos (2003 a 2006), que relacionam governança e desempenho, são apresentadas nos Anexos L, M, N e O. Algumas observações são destacadas. O indicador de qualidade das práticas de governança corporativa influencia positivamente o desempenho da empresa, reforçando o argumento de que empresas com melhores práticas de governança apresentam melhor desempenho. Por outro lado, as variáveis grau de alavancagem, taxa de crescimento, idade, tangibilidade e taxa de investimento, inverteram o sinal de sua influência sobre o desempenho de um ano para outro.

É importante ressaltar que na relação entre governança e desempenho pode existir problema de causalidade reversa. Para lidar com este problema, foi utilizado um sistema de equações aparentemente não relacionadas (SUR), conforme resultados apresentados na tabela 9 (4) a seguir.

Tabela 9 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (2006 e 2007 – modelo SUR)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), tangibilidade (TANG), crescimento (CRESC), tamanho (TAM) e idade (IDADE). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método SUR (*Seemingly Unrelated Regression*). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

Ano		2006		2007	
Variáveis		IGCNL	ROA1	IGCNL	ROA1
Constante	β	5,6577**	-0,1350**	5,6075**	0,0133
	t	8,8427	-1,7665	8,5559	0,0999
IGCNL	β	0,0242**		0,0136	
	t	3,3826		1,2748	
ROA1	β	5,0554**	2,0861		
	t	3,2436	1,3712		
ALAV	β	-0,0933	-0,0605	0,7106	0,0264
	t	-0,1505	-1,4784	1,0566	0,5091
TANG	β	-0,0095	-0,0010	-0,0152	-0,0012
	t	-0,7611	-1,1391	-0,9264	-0,8604
CRESC	β	-0,8549*	0,0270	-0,2780	-0,0322*
	t	-1,9100	0,8662	-1,2772	-1,8325
TAM	β	0,1591**	0,0817		
	t	2,9302	1,4009		
IDADE	β	0,0009		-0,0111	
	t	0,1307		-0,9527	
R² Ajustado		0,0967	0,0202	0,0353	0,0169
Nº Obs.		79	79	64	64

Os resultados dos sistemas de equações utilizando o modelo SUR demonstram melhores práticas de governança corporativa impactam em melhor desempenho, assim como melhores desempenhos impactam na adoção de melhores práticas de governança. Confirma-se que empresas com menor tangibilidade tendem a apresentar melhores práticas de governança e melhor desempenho. A variável tamanho impacta positivamente a governança e o retorno dos ativos, sugerindo que as empresas maiores adotam melhores práticas e têm melhores retornos. Por outro lado, o grau de alavancagem impacta ora positivamente ora negativamente sobre a variável de desempenho. Já a taxa de crescimento impacta negativamente sobre as práticas de governança e apresenta uma relação indefinida com o desempenho. Da mesma forma, a idade mudou o sinal nos anos analisados, não permitindo afirmar o sentido de sua influência sobre o desempenho.

A tabela a seguir apresenta um resumo dos efeitos da relação entre o desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa.

Tabela 10 (4) – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (resumo)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre os ativos (ROA1) descrito na seção 3.4. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

Variáveis	ROA1									
	2003		2004		2005		2006		2007	
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VIII)	(IX)	(X)
IGCNL	+	+	+	+ *	+	+	+	+ **	+	+
ALAV	- *	-	+	+	-	+	-	-	-	+
CRESC	-	-	-	+	+	+	+	+	- **	- *
IDADE	+ *	+ *	+	+	-	-	+	+	-	-
TAM	+ *		+		+ **		+		+ *	
TANG	-	-	-	-	+	+	-	-	-	-
TINV	+ **	+ **	+	+	- **	- **	+	+	-	+

Os resultados apresentados nesta tabela indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o retorno sobre os ativos da empresa, confirmando a hipótese de que melhores práticas de governança impactam em melhor desempenho. As demais variáveis de controle, grau de endividamento (ALAV), taxa de crescimento (CRESC), idade, tamanho da empresa (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV), inverteram o sinal ao longo do período analisado, não permitindo saber o sentido de suas influências sobre o desempenho.

A análise dos dados em painel com efeitos fixos (Anexo Q) mostra que o índice de governança influencia positivamente todas as variáveis de desempenho, sendo consistente com os resultados anteriores estimados para cada ano individualmente pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

5 Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo principal investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, bem como analisar a existência de relação entre a qualidade dessas práticas de governança e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, para o período de 2003 a 2007.

Para atender ao primeiro objetivo específico, foram elencadas algumas características das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, segundo a qualidade das práticas de governança. Em todos os anos analisados foram destacados dois setores de atividade, que são das empresas administradoras de participações e de arrendamento mercantil. Observou-se um maior número de empresas não listadas nas regiões Sudeste, Sul e Nordeste. Identificou-se que a propriedade familiar como a estrutura de controle predominante.

Quanto ao segundo objetivo específico que diz respeito à evolução da qualidade das práticas de governança corporativa, observou-se que metade das empresas investigadas apresentou um bom nível de governança corporativa (com mediana superior a 7 pontos em todos os anos). Em relação à transparência, verifica-se que as empresas têm elaborado seus relatórios financeiros obedecendo aos prazos legais, sendo o menor percentual igual a 75,5% no ano de 2004. Um fato que se destacou foi não ter sido observada a publicação desses relatórios segundo os padrões internacionais de contabilidade, demonstrando que essas empresas não sinalizam preparação para ingressarem nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Quanto à remuneração do diretor geral e dos membros do conselho, o menor índice de divulgação (56,3%) foi observado em 2007. No que diz respeito à composição e funcionamento do conselho, a distinção entre as funções de presidente e diretor do conselho foi observada em 58,3% das empresas investigadas em 2003. Por outro lado, ainda são poucas as empresas que possuem conselheiros independentes, tendo o maior número sido observado em 2006 com 29,1% da amostra. Já em relação à dimensão controle e conduta, verificou-se que presença de um grupo controlador com menos da metade das ações com direito a voto atingiu apenas 22,5% das empresas abertas não listadas em 2003, o que indica a existência de uma estrutura de propriedade bastante concentrada.

Com o intuito de atingir o terceiro objetivo específico, foram investigadas as variáveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores. Utilizando diferentes métodos de estimação, pode-se afirmar que o desempenho e o tamanho da empresa influenciam positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança. Por outro lado, os resultados das variáveis de propriedade, alavancagem, idade e tangibilidade não permitem saber o sentido de suas influências sobre as práticas de governança, uma vez que inverteu o sinal ao longo do período analisado.

No que diz respeito ao último objetivo específico, que buscou verificar a relação entre qualidade das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, os resultados apresentados indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o retorno sobre os ativos da empresa, confirmando que melhores práticas de governança impactam em melhor desempenho. As demais variáveis de controle, grau de endividamento (ALAV), taxa de crescimento (CRESC), idade, tamanho da empresa (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV), inverteram o sinal ao longo do período analisado, não permitindo saber o sentido de suas influências sobre o desempenho.

As principais limitações da pesquisa referem-se à falta de dados para alguns anos, o que reduziu o tamanho da amostra e dificultou o uso de outras técnicas econométricas para lidar com os possíveis problemas de causalidade reversa entre governança e desempenho.

Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando as mesmas variáveis com a utilização de outras técnicas estatísticas de análise, tais como dados em painel e sistemas de equações simultâneas, a fim de testar a consistência dos resultados. Também, sejam incluídas outras variáveis (exógenas, por exemplo), um vez que foram utilizadas apenas variáveis endógenas à empresa, a fim de verificar se elas também influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa.

Referências

- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, Setembro, 1996.
- ARIFF, Akmalia Mohamad; IBRAHIM, Muhd Kamil; OTHMAN, Radiah. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.
- BALTAGI, Badi H. **Panel Data: Theory and applications**. Nova York: Springer Verlag, 2004.
- BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M.; ZIMMERMAN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. **Working Paper 09-03**, WWZ, 2003. Disponível em: <<http://www.wwz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/09-03.pdf>> Acesso em: 15 jun. 2008
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ZngnNvkQ>> Acesso em: 29 mar. 2008.
- BERTRUCCI, Janete Lara de; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e Práticas de Governança Corporativa em Empresas Brasileiras de Capital Aberto: a Visão de Dirigentes e Investidores Institucionais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005.
- BLACK, Bernard. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. **Working Paper 327**, Stanford Law School, Stanford, CA, 2003. Disponível em: <<http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/workshop-papers/black-jang-kim-stanford.pdf>> Acesso em: 15 jun. 2008
- _____. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Value? Time Series Evidence from Korea. **ECGI Finance Working Paper**, n. 103, novembro, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=844744> Acesso em: 22 mar. 2008.
- BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 7, p. 361-379, 2006. Disponível em SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=866988> Acesso em: 15 jun. 2008

BØHREN, Øyvind; ØDEGAARD, Bernt Arne. Governance and performance revisited. **ECGI working paper series in finance, n. 28/2003**, September, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461> Acesso em: 22 mar. 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – Bovespa. **IGC e o Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>> Acesso em: 22 mar. 2008.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKE, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper n. 00-17**, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=373383> Acesso em: 07 nov. 2008.

BRANDÃO, Mônica Mansur; BERNARDES, Patrícia. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L.. Corporate Governance and Firm Performance. Atlanta, United States: University of Georgia, **School of Accountancy**, dezembro, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423> Acesso em: 22 mar. 2008.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership, control valuation and performance of Brazilian corporations. **Virtus Enterpress**, v. 4, n. 1, p. 300-308, Fall, 2006.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.

CHO, D. S.; KIM, J. Determinants in introduction of outside directors in Korean companies. **Journal of International and Area Studies**, v. 10, n. 1, p. 1-20, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Cartilha de Governança**. Rio de Janeiro. Jan-Jun/2002.

DEL BRIO, Esther B.; MAIA-RAMIREZ, Elida. Corporate governance mechanisms and their impact on managerial value. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2006.

DROBETZ, W.; GUGLER, K.; HIRSCHVOGL, S. The Determinants of German Corporate Governance Rating. 2004. Disponível em: <<http://www.wwz.unibas.ch/forum/volltexte/749.pdf>> Acesso em: 15 jun. 2008

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal? Firm attributes, legal environment. **Working Paper**, University of Michigan, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318719> Acesso em: 15 jun. 2008

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Debt and corporate governance. **Working Paper**, Notre Dame University, 2001. Disponível em: <http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/Activity/paper/Faccio_Paper_Debt.pdf> Acesso em 15 jun. 2008

FARIAS, Fabiana. Principais Impactos da Sarbanes-Oxley Act. **ConTexto**, v. 4, n. 6. 2004.

FERREIRA, Mário Domingues; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. Panorama histórico, evolução dos conceitos e avaliação dos modelos de governança corporativa. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 3., 2006, Niterói. **Anais...** Niterói: LATEC/UFF, 2006.

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S.; MITTON, T. Propping and Tunneling. **NBER Working Papers** 9949, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441582> Acesso em: 15 jun. 2008

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 4. ed. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR, Jr. J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

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

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Janeiro, 2004. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2008.

JENSEN, Michael. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**. v. 48, n. 3, p. 831-880, julho, 1993.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1976. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043> Acesso em: 22 mar. 2008.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**, April, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 54, p. 3-27. 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **COPPEAD/UFRJ Working Paper**, 2004.

NOBILI, Carolina Brandão. Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro: uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Fama & French. **Dissertação de Mestrado** (Administração), COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. **Dissertação de Mestrado** (Administração), São Paulo, FEA/USP, 2003.

OLIVEIRA, Raquel Valente de. A Lei Sarbanes-Oxley como nova motivação para mapeamento de processos nas organizações. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 26, 2006, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: ENEGEP, 2006.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Corporate Governance**. Disponível em: http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html Acesso em: 22 mar. 2008.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets**. Paris: OECD, 2005. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/48/11/37190767.pdf>> Acesso em: 22 mar. 2008.

SANTOS, José Florencio dos. Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa. **Tese de Doutorado** (Administração), Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2005.

SANTOS, José Florencio dos; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Práticas de Governança em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2. Junho/1997.

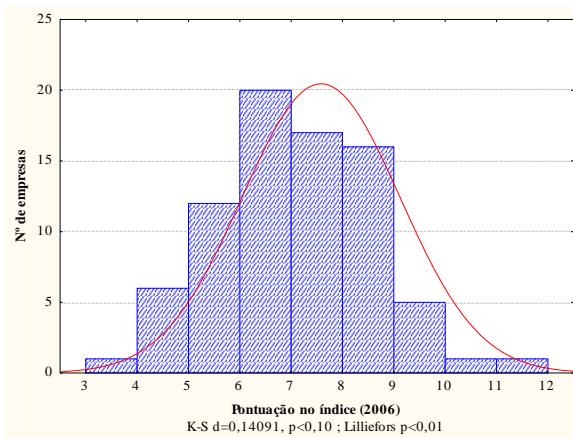
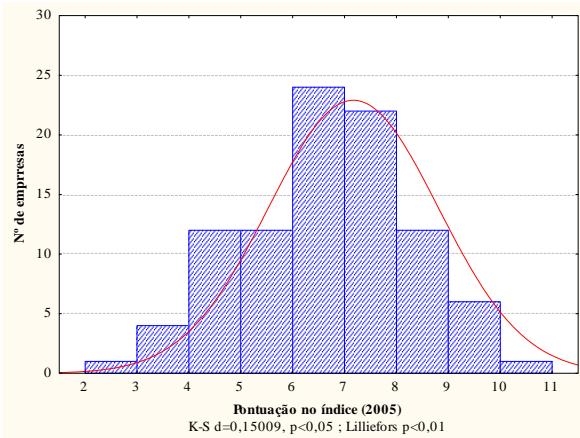
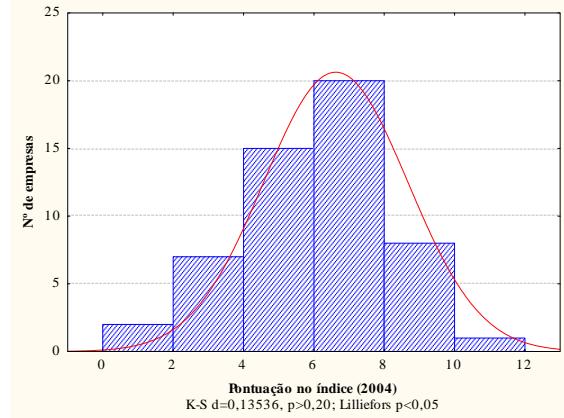
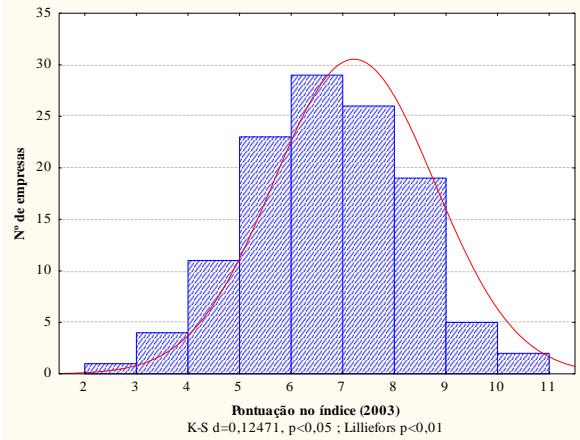
SILVA, Tarciso Gouveia da; ANDRADE, George Albin R. de. Utilização de modelos microeconômicos para previsão dos efeitos da teoria da agência nas organizações. **I Simpósio Internacional de Administração e Marketing / II Congresso de Administração da ESPIM**, julho, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. **Tese de Doutorado** (Administração), São Paulo, FEA/USP, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL-DASILVA, André Luiz; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. Junho, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995764> Acesso em: 22 mar. 2008.

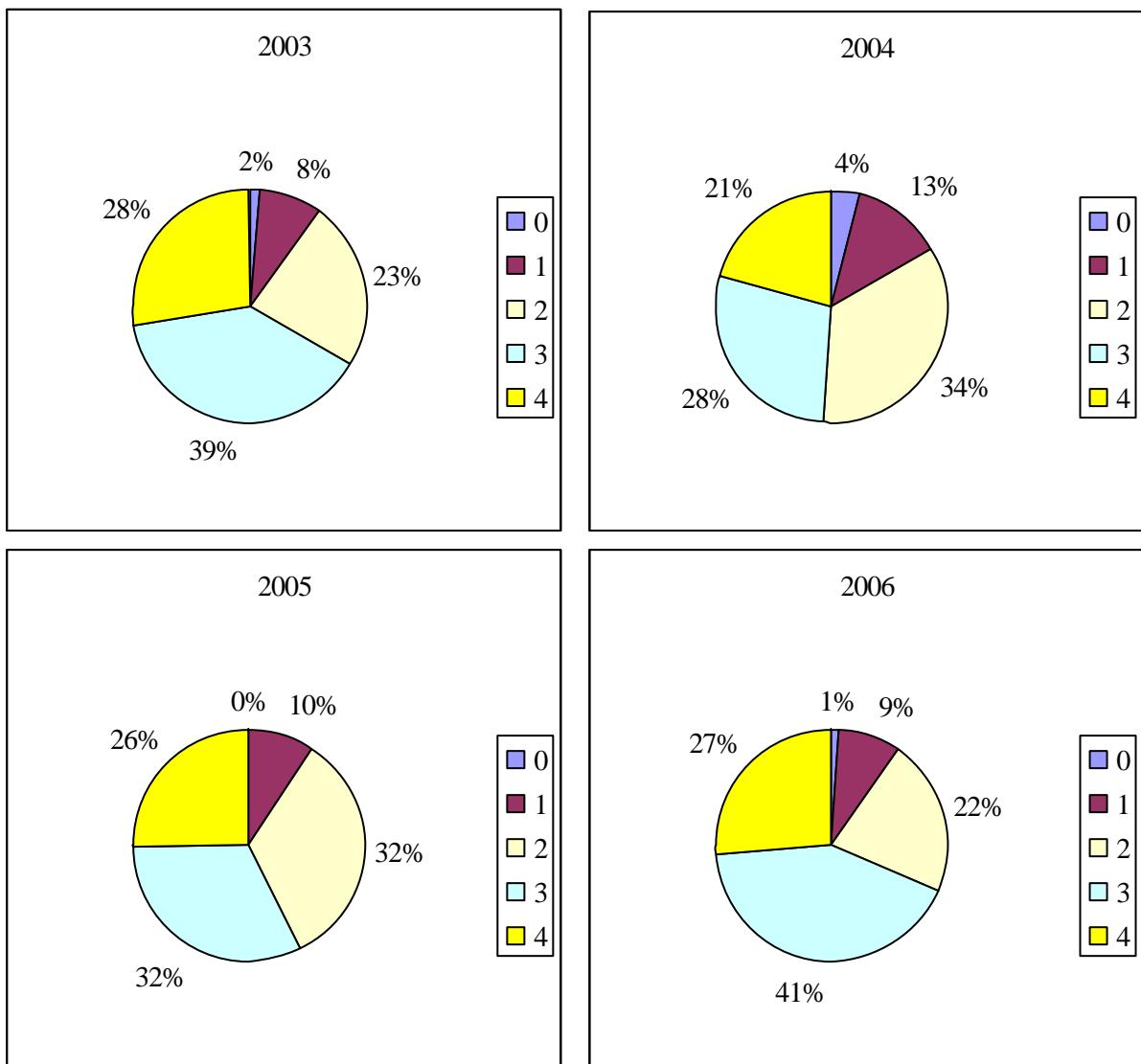
VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ANEXO A – Pontuação do IGCNL (2003 a 2006)



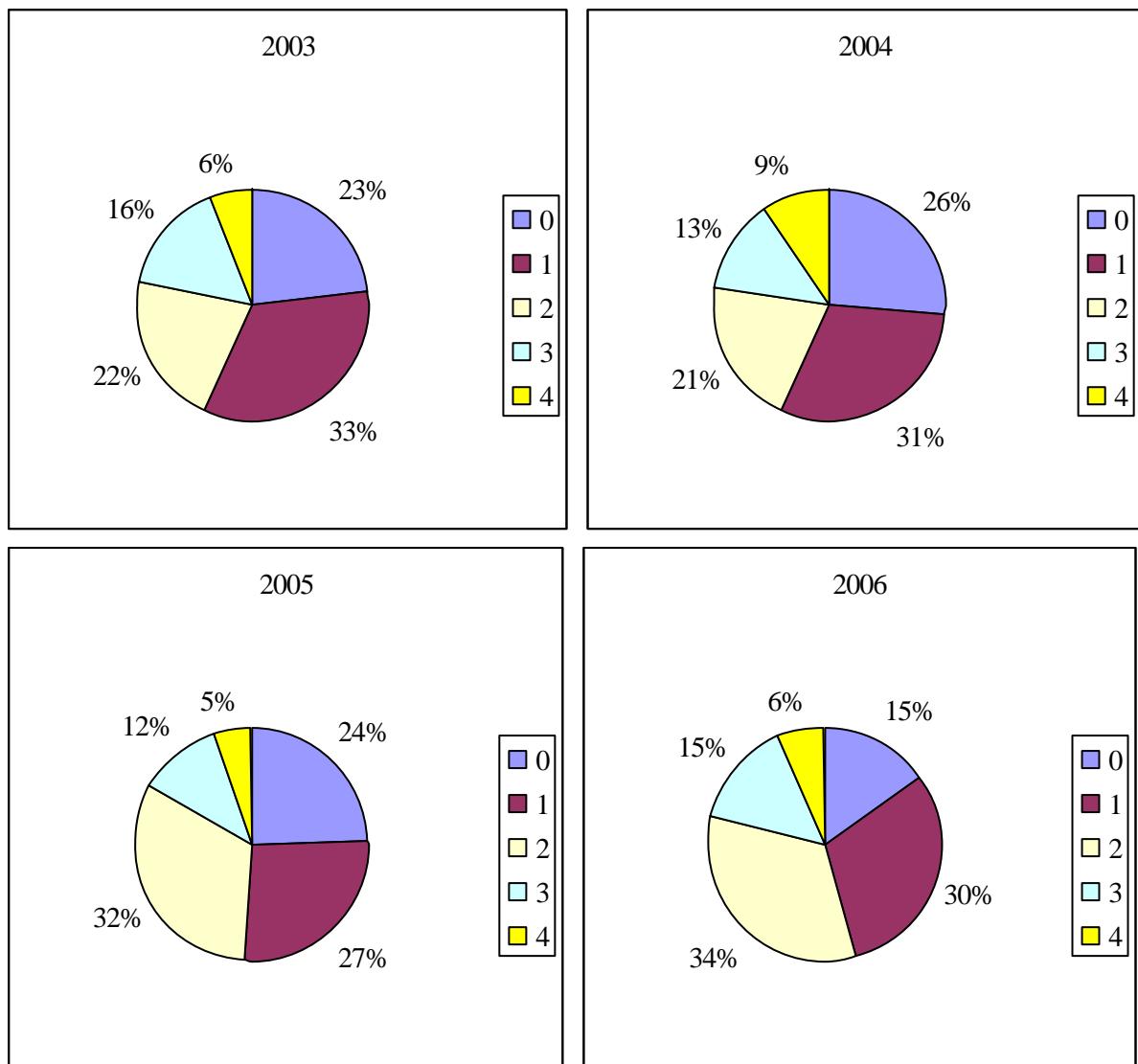
A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005 e 79 empresas em 2006.

ANEXO B – Pontuação do sub-índice transparência (2003 a 2006)



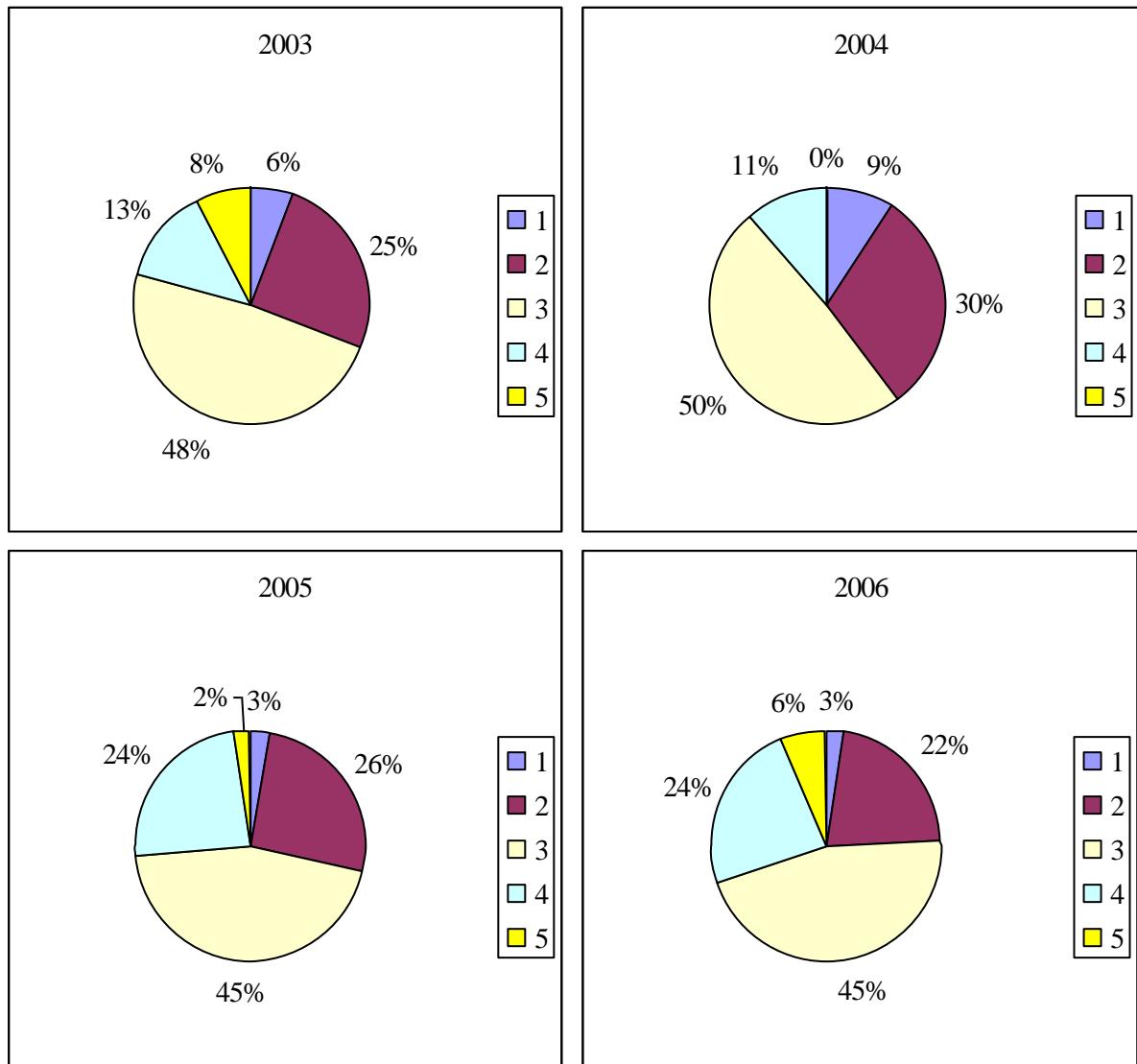
A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005 e 79 empresas em 2006.

ANEXO C – Pontuação do sub-índice composição e funcionamento do conselho (2003 a 2006)



A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005 e 79 empresas em 2006.

ANEXO D – Pontuação do sub-índice controle e conduta (2003 a 2006)



A amostra é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007.

ANEXO E – Estatística descritiva das variáveis (2003 a 2006)

Variável	Média				Mediana				Mínimo				Máximo				Desvio Padrão			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Qualidade das Práticas de Governança Corporativa																				
IGCNL	7,2	6,5	7,1	7,6	7,0	7,0	7,0	8,0	3,0	1,0	3,0	4,0	11,0	11,0	11,0	12,0	1,6	2,1	1,7	1,5
TRANSP	2,8	2,4	2,7	2,8	3,0	2,0	3,0	3,0	0,0	0,0	1,0	0,0	4,0	4,0	4,0	4,0	1,0	1,1	1,0	1,0
CONSEL	1,5	1,5	1,5	1,7	1,0	1,0	1,5	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	4,0	4,0	4,0	1,2	1,3	1,1	1,1
CONTROI	2,9	2,6	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	5,0	4,0	5,0	5,0	1,0	0,8	0,8	0,9
Propriedade																				
ON_D1	89,4%	92,6%	85,8%	87,6%	99,9%	100,0%	99,5%	99,6%	29,1%	33,3%	29,1%	28,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	19,5%	16,0%	21,9%	20,5%
TOT_D1	84,2%	88,7%	81,4%	85,3%	99,6%	99,9%	98,3%	99,0%	12,0%	12,0%	15,1%	10,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	24,8%	21,6%	25,6%	22,5%
Variáveis de Desempenho																				
ROA1	2,8%	-9,6%	-9,8%	3,5%	1,0%	2,7%	0,6%	0,8%	-69,8%	-431,5%	-611,8%	-18,8%	111,9%	25,0%	45,8%	66,8%	14,8%	70,0%	70,7%	10,3%
ROA2	1,6%	-9,8%	-10,9%	2,5%	0,7%	1,0%	0,5%	0,7%	-69,8%	-431,5%	-611,8%	-19,3%	111,9%	45,6%	157,1%	48,8%	14,5%	69,9%	77,6%	8,6%
RSPL	-5,4%	0,5%	362,3%	-18,1%	3,0%	5,2%	3,5%	3,3%	-671,2%	-437,6%	-1586,2%	-1583,4%	113,4%	159,4%	37185,8%	136,8%	74,8%	67,3%	3843,6%	185,0%
Variáveis de Controle																				
ALAV	37,1%	39,1%	32,5%	33,5%	35,5%	34,2%	31,3%	30,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	28,8%	30,3%	26,9%	28,0%
CRESC	36,2%	8,7%	9,7%	13,2%	6,9%	4,7%	3,9%	0,3%	-67,3%	-75,8%	-69,4%	-74,6%	1675,5%	240,3%	188,6%	193,0%	166,8%	42,7%	33,2%	36,8%
IDADE	10,8	13,3	12,9	11,8	7,3	9,1	9,8	9,5	0,0	0,7	0,2	0,0	34,1	35,1	37,5	37,1	9,4	9,5	9,9	10,6
TAM	11,9	11,8	11,8	12,1	11,9	11,4	12,0	12,3	4,1	4,6	2,8	3,6	19,0	18,7	16,9	18,4	2,5	2,7	2,6	3,1
TANG	2,9	3,2	3,0	3,7	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	89,2	69,8	49,0	90,2	9,7	10,7	7,7	13,1
TINV	128,6	0,1	0,7	129,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14944,0	3,8	45,5	10245,0	1364,4	0,6	4,8	1152,6
Amostra	120	53	94	79	120	53	94	79	120	53	94	79	120	53	94	79	120	53	94	79

ANEXO F – Matriz de correlação (2003 e 2004)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 120 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2003. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	IGCNL	ON_D1	TOT_D1	ROA1	ROA2	RSPL	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1											
ON_D1	0,00	1										
TOT_D1	0,11	0,87	1									
ROA1	0,07	0,06	0,10	1								
ROA2	0,07	0,04	0,09	0,97	1							
RSPL	0,18	0,26	0,23	0,45	0,45	1						
ALAV	0,04	-0,02	0,03	-0,18	-0,18	-0,04	1					
CRESC	-0,09	0,09	0,08	-0,04	-0,04	0,02	-0,01	1				
IDADE	-0,08	0,01	-0,03	0,17	0,17	0,04	-0,08	-0,13	1			
TAM	0,15	0,11	0,14	0,07	0,09	0,08	0,19	0,09	-0,08	1		
TANG	-0,01	0,12	0,09	-0,05	-0,04	0,00	-0,09	0,11	-0,05	0,00	1	
TINV	-0,01	0,04	0,05	0,68	0,70	0,15	-0,12	-0,02	0,09	-0,07	-0,03	1

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 53 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2004. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	IGCNL	ON_D1	TOT_D1	ROA1	ROA2	RSPL	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1											
ON_D1	0,24	1										
TOT_D1	0,23	0,95	1									
ROA1	0,27	-0,04	-0,05	1								
ROA2	0,27	-0,11	-0,12	0,98	1							
RSPL	0,29	-0,11	-0,12	0,93	0,94	1						
ALAV	0,03	0,10	0,19	0,15	0,12	0,08	1					
CRESC	-0,13	0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,04	0,11	1				
IDADE	-0,13	-0,23	-0,34	0,07	0,11	0,18	-0,33	-0,08	1			
TAM	0,36	0,14	0,24	0,24	0,15	0,21	0,26	0,07	-0,36	1		
TANG	0,01	0,11	0,10	0,03	0,03	0,00	-0,08	-0,16	0,25	-0,10	1	
TINV	0,16	0,08	0,06	0,05	0,06	0,05	-0,21	-0,15	0,19	-0,10	0,79	1

ANEXO G – Matriz de correlação (2005 e 2006)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 94 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2005. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	IGCNL	ON_D1	TOT_D1	ROA1	ROA2	RSPL	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1											
ON_D1	-0,08	1										
TOT_D1	-0,07	0,88	1									
ROA1	0,10	-0,03	-0,01	1								
ROA2	0,09	-0,04	-0,02	0,98	1							
RSPL	0,13	0,06	0,08	0,09	0,07	1						
ALAV	-0,06	-0,03	-0,01	0,10	0,11	0,24	1					
CRESC	0,06	-0,07	0,02	0,12	0,11	-0,02	0,10	1				
IDADE	0,05	0,12	0,07	-0,06	-0,07	-0,03	0,09	-0,04	1			
TAM	0,24	0,05	0,11	0,38	0,36	0,02	0,25	0,20	0,17	1		
TANG	-0,15	0,08	0,08	0,03	0,04	-0,05	-0,03	-0,17	0,05	-0,05	1	
TINV	0,00	0,08	0,08	-0,33	-0,49	-0,02	-0,15	-0,05	0,10	-0,10	-0,03	1

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 79 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2006. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	IGCNL	ON_D1	TOT_D1	ROA1	ROA2	RSPL	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1											
ON_D1	-0,28	1										
TOT_D1	-0,22	0,93	1									
ROA1	0,22	-0,13	-0,11	1								
ROA2	0,19	-0,13	-0,15	0,86	1							
RSPL	0,00	0,15	0,12	0,20	0,40	1						
ALAV	-0,03	-0,03	-0,03	-0,17	-0,22	-0,11	1					
CRESC	-0,11	-0,09	-0,04	0,03	0,05	0,06	0,22	1				
IDADE	0,05	0,06	0,02	0,03	0,06	0,26	0,04	-0,05	1			
TAM	0,30	-0,06	-0,04	0,07	0,04	-0,02	0,31	0,23	0,25	1		
TANG	-0,16	0,11	-0,04	-0,22	-0,23	-0,02	0,15	-0,11	0,01	-0,07	1	
TINV	0,03	0,07	0,07	0,00	-0,01	0,02	0,16	0,14	-0,12	0,16	-0,03	1

ANEXO H – Determinantes do índice IGCNL (2004)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 53 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2004. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

IGCNL					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	2,3495	2,1939	3,2811	3,1395
	t	0,5101	0,4872	0,7266	0,7095
ON_D1	β	2,6558	2,8789*		
	t	1,5448	1,6887		
TOT_D1	β			1,7236	1,8922
	t			1,2733	1,4064
ROA1	β	0,7634		0,7813	
	t	1,6430		1,6634	
ROA2	β		0,9004*		0,9081*
	t		1,9859		1,9767
ALAV	β	-0,6742	-0,7064	-0,7582	-0,7952
	t	-0,7049	-0,7490	-0,7832	-0,8316
CRESC	β	-0,7056	-0,7010	-0,6585	-0,6501
	t	-1,0866	-1,0934	-1,0054	-1,0045
IDADE	β	-0,0766	-0,0915	-0,0619	-0,0714
	t	-0,1863	-0,2258	-0,1468	-0,1716
TAM	β	0,2375**	0,2453**	0,2288*	0,2364**
	t	2,0893	2,2244	1,9804	2,1076
TANG	β	-0,0026	-0,0026	-0,0020	-0,0021
	t	-0,0987	-0,1018	-0,0755	-0,0793
Estatística F		2,0506	2,2717	1,9137	2,1129
p		0,0691	0,0454	0,0895	0,0614
R² Ajustado		0,1239	0,1462	0,1095	0,1303
Nº Obs.		53	53	53	53

ANEXO I – Determinantes do índice IGCNL (2005)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 94 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2005. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

IGCNL					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	5,7842**	5,7723**	5,6935**	5,6825**
	t	4,0654	4,0639	4,0874	4,0861
ON_D1	β	-0,6895	-0,6897		
	t	-0,9090	-0,9088		
TOT_D1	β			-0,5917	-0,5927
	t			-0,9106	-0,9116
ROA1	β	0,0526		0,0478	
	t	0,2091		0,1897	
ROA2	β		0,0374		0,0329
	t		0,1603		0,1411
ALAV	β	-0,8690	-0,8709	-0,8667	-0,8683
	t	-1,3452	-1,3474	-1,3418	-1,3437
CRESC	β	-0,0299	-0,0283	0,0071	0,0086
	t	-0,0585	-0,0555	0,0139	0,0169
IDADE	β	0,0602	0,0594	0,0510	0,0502
	t	0,3881	0,3824	0,3308	0,3250
TAM	β	0,1577**	0,1592**	0,1616**	0,1632**
	t	2,1895	2,2287	2,2321	2,2708
TANG	β	-0,0355	-0,0354	-0,0350	-0,0350
	t	-1,2998	-1,2974	-1,2824	-1,2797
		Estatística F	1,4023	1,3995	1,4028
		<i>p</i>	0,2149	0,2160	0,2147
		R² Ajustado	0,0294	0,0292	0,0294
		Nº Obs.	94	94	94

ANEXO J – Determinantes do índice IGCNL (2006)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 79 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2006. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

IGCNL					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	7,6410**	7,6629**	7,2306**	7,2315**
	t	6,7436	6,7452	6,4857	6,4480
ON_D1	β	-1,9132**	-1,9224**		
	t	-2,4225	-2,4249		
TOT_D1	β			-1,4159*	-1,3994*
	t			-1,9565	-1,9121
ROA1	β	2,0895		2,1542	
	t	1,2931		1,3146	
ROA2	β		2,1988		2,1344
	t		1,1148		1,0592
ALAV	β	-0,3437	-0,3344	-0,3094	-0,3090
	t	-0,5466	-0,5259	-0,4858	-0,4789
CRESC	β	-0,9235**	-0,9421**	-0,8878*	-0,9042*
	t	-2,0231	-2,0544	-1,9211	-1,9451
IDADE	β	-0,0361	-0,0411	-0,0469	-0,0518
	t	-0,3460	-0,3922	-0,4442	-0,4880
TAM	β	0,1734**	0,1771**	0,1752**	0,1793**
	t	2,9972	3,0625	2,9888	3,0575
TANG	β	-0,0105	-0,0108	-0,0145	-0,0150
	t	-0,8235	-0,8459	-1,1285	-1,1602
Estatística F		3,3118	3,2323	2,9546	2,8454
p		0,0042	0,0049	0,0089	0,0113
R² Ajustado		0,1718	0,1669	0,1492	0,1421
Nº Obs.		79	79	79	79

ANEXO L – Relação entre desempenho e IGCNL (2003)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre o ativo (ROA1). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 120 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2003. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

ROA1					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	-0,2076**	-0,1196	-0,2107**	-0,2080*
	t	-2,3026	-1,4578	-2,3495	-1,6801
IGCNL	β	0,0059	0,0081	0,0059	0,0063
	t	0,9391	1,2769	0,9414	0,7232
ALAV	β	-0,0668*	-0,0531	-0,0651*	-0,1042**
	t	-1,9212	-1,5278	-1,8857	-2,1936
CRESC	β	-0,0018	-0,0004	-0,0021	-0,0020
	t	-0,3015	-0,0743	-0,3573	-0,2493
IDADE	β	0,0136*	0,0130*	0,0138*	0,0193*
	t	1,7735	1,6617	1,8010	1,8284
TAM	β	0,0087*		0,0087*	0,0069
	t	2,1889		2,1923	1,2658
TANG	β	-0,0005	-0,0005		-0,0009
	t	-0,5286	-0,5050		-0,6301
TINV	β	0,0001**	0,0001**	0,0001**	
	t	1,0055	9,8032	1,0110	
Estatística F		17,2154	18,6600	20,1666	1,7156
p		0,0000	0,0000	0,0000	0,1237
R² Ajustado		0,4882	0,4710	0,4915	0,0348
Nº Obs.		120	120	120	120

ANEXO M – Relação entre desempenho e IGCNL (2004)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre o ativo (ROA1). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 53 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2004. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

ROA1					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	-2,6337**	-1,9284*	-2,6011**	-2,6135**
	t	-2,1268	-1,7551	-2,1445	-2,1357
IGCNL	β	0,0644	0,0851*	0,0661	0,0679
	t	1,4005	1,9824	1,4815	1,5471
ALAV	β	0,3568	0,4081	0,3461	0,3375
	t	1,1720	1,3467	1,1701	1,1502
CRESC	β	-0,0037	0,0174	-0,0001	-0,0027
	t	-0,0181	0,0846	-0,0004	-0,0134
IDADE	β	0,1804	0,1403	0,1760	0,1777
	t	1,4573	1,1704	1,4639	1,4549
TAM	β	0,0447		0,0442	0,0436
	t	1,2124		1,2147	1,2017
TANG	β	-0,0025	-0,0013		0,0005
	t	-0,1858	-0,0954		0,0606
TINV	β	0,0739	0,0398	0,0345	
	t	0,2781	0,1498	0,2177	
Estatística F		1,1463	1,0813	1,3601	1,3515
p		0,3522	0,3876	0,2508	0,2543
R² Ajustado		0,0193	0,0093	0,0399	0,0390
Nº Obs.		53	53	53	53

ANEXO N – Relação entre desempenho e IGCNL (2005)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre o ativo (ROA1). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 94 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2005. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

		ROA1			
	Variáveis Independentes	(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	-0,8335	-0,3089	-0,8089	-0,7926
	t	-1,4123	-0,5094	-1,3811	-1,2842
IGCNL	β	0,0115	0,0494	0,0083	0,0111
	t	0,2620	1,0989	0,1918	0,2417
ALAV	β	-0,0772	0,1443	-0,0827	0,0354
	t	-0,2879	0,5214	-0,3100	0,1274
CRESC	β	0,0802	0,2128	0,0632	0,0907
	t	0,3861	0,9812	0,3098	0,4179
IDADE	β	-0,0595	-0,0241	-0,0578	-0,0829
	t	-0,9477	-0,3665	-0,9266	-1,2723
TAM	β	0,0983**		0,0985**	0,1047**
	t	3,4915		3,5158	3,5655
TANG	β	0,0057	0,0064		0,0071
	t	0,5095	0,5364		0,6102
TINV	β	-0,0444**	-0,0483**	-0,0448**	
	t	-3,0315	-3,1089	-3,0689	
Estatística F		3,9740	2,3077	4,6325	2,8376
p		0,0008	0,0409	0,0004	0,0143
R² Ajustado		0,1829	0,0778	0,1899	0,1060
Nº Obs.		94	94	94	94

ANEXO O – Relação entre desempenho e IGCNL (2006)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o retorno sobre o ativo (ROA1). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é formada por 94 empresas brasileiras de capital aberto não listadas. Os dados são relativos ao ano de 2006. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

ROA1					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	-0,0627	-0,0592	-0,0785	-0,0627
	t	-0,7603	-0,7292	-0,9568	-0,7653
IGCNL	β	0,0124	0,0133**	0,0140**	0,0124
	t	1,5172	1,7375	1,7191	1,5279
ALAV	β	-0,0638	-0,0599	-0,0751	-0,0637
	t	-1,4055	-1,3821	-1,6770	-1,4204
CRESC	β	0,0184	0,0207	0,0250	0,0184
	t	0,5407	0,6317	0,7415	0,5475
IDADE	β	0,0014	0,0020	0,0013	0,0013
	t	0,1775	0,2771	0,1691	0,1772
TAM	β	0,0014		0,0016	0,0014
	t	0,3097		0,3595	0,3172
TANG	β	-0,0012	-0,0012		-0,0012
	t	-1,3092	-1,3307		-1,3196
TINV	β	0,0000002	0,0000006	0,0000006	
	t	0,0232	0,0625	0,0610	
Estatística F		1,2521	1,4632	1,1636	1,4813
p		0,2866	0,2031	0,3354	0,1968
R² Ajustado		0,0221	0,0344	0,0124	0,0357
Nº Obs.		79	79	79	79

ANEXO P – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa (painel com efeito fixo)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A variável dependente é o IGCNL descrito na seção 3.4. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é composta por 25 empresas de capital aberto não listadas, com 125 observações no período de 2003 a 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o modelo de análise dos dados em painel com efeitos fixos variante no tempo. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

ANEXO Q – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (painel com efeito fixo)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A caracterização dessas variáveis é apresentada na seção 3.4. A amostra é composta por 25 empresas, com 125 observações entre 2003 e 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o modelo de análise dos dados em painel com efeitos fixos variante no tempo. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

		ROA1	ROA2	RSPL
	Variáveis Independentes	(I)	(II)	(III)
Constante	β	-0,0214	0,1621**	0,1472
	t	-0,2227	2,1102	0,2320
IGCNL	β	0,0043	0,0034	0,0296
	t	0,9299	0,9056	0,9599
ALAV	β	-0,0730**	-0,0733**	-0,3490**
	t	-3,4068	-4,2739	-2,4616
CRESC	β	-0,0171	-0,0194**	-0,0091
	t	-1,4872	-2,1060	-0,1196
IDADE	β	0,0077	-0,0098	-0,0381
	t	0,7983	-1,2752	-0,5982
TAM	β	-0,0008	-0,0040**	0,0134
	t	-0,3347	-2,0819	0,8449
TANG	β	-0,0011**	-0,0008**	-0,0198
	t	-2,2107	-2,0358	-5,7797
TINV	β	0,0115	0,0093	-0,0105
	t	1,1786	1,1948	-0,1618
Estatística F		3,3444	4,3492	5,1126
p		0,0005	0,0000	0,0000
R² Ajustado		0,1722	0,2291	0,2673
Nº Obs.		125	125	125

APÊNDICE A – Questionário utilizado para determinar o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa

Transparência

Questão 1: A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?

Questão 2: A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?

Questão 3: A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?

Questão 4: A companhia apresenta no seu *website* ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?

Questão 5: A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?

Composição e funcionamento do conselho

Questão 6: O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?

Questão 7: O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?

Questão 8: O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?

Questão 9: Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?

Controle e conduta

Questão 10: A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?

Questão 11: O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?

Questão 12: A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?

Questão 13: O controle da companhia é direto?

Questão 14: Não existem acordos de acionistas?