

# RELAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS ENDÓGENAS E A QUALIDADE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO NÃO LISTADAS EM BOLSA<sup>1</sup>

## RELATIONSHIP AMONG ENDOGENOUS VARIABLES AND THE QUALITY OF THE PRACTICAL OF CORPORATE GOVERNANCE OF BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES NONLISTED IN STOCK EXCHANGE

*Moisés Araújo Almeida<sup>2</sup>*  
*Joséte Florêncio dos Santos<sup>3</sup>*

**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 do artigo é testar a relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores. A amostra da pesquisa foi constituída por 101 empresas com informações públicas disponibilizadas pela CVM em 2005. Para análise dos dados, se utilizou técnicas econométricas de regressão linear múltipla, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que o tamanho e a quantidade de ativos tangíveis das empresas são fatores que determinam a qualidade das práticas de governança corporativa. Adicionalmente, metade das empresas não listadas apresentou um bom nível de governança corporativa e também uma estrutura de controle e propriedade bastante concentradas.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Empresas de Capital Aberto; Empresas não Listadas

**Abstract:** The adoption of best corporate governance practical brings for transparent management, decreasing the asymmetry of information and the conflict of agency, making possible the maximization of value in the company. This article tests the relationship among endogenous variables and the quality of corporate governance practices of Brazilian public companies nonlisted in stock exchange. The sample of the research was constituted for 100 companies in 2005, with public information available by CVM. For data analysis, the research has used econometrical techniques of multiple linear regressions, with application of the ordinary least square. The results had shown that the size and the amount of tangible assets of the companies are factors that determine the quality of the corporate governance practices. Additionally, most of the non listed companies had presented a good level of corporate governance and control property structure well concentrated.

**Keywords:** Corporate Governance; Public Companies; Nonlisted Companies

---

<sup>1</sup>Artigo apresentado no II Seminário UFPE de Ciências Contábeis. Recife – PE, Setembro/2008

<sup>2</sup> Mestre em Administração pela UFPE, moisesalmeida@ufs.br

<sup>3</sup> Doutora em Administração pelo COPPEAD-UFRJ, [jfs@ufpe.br](mailto:jfs@ufpe.br)

## 1. Introdução

A idéia de governança corporativa é antiga, ainda que se tenha desenvolvido de maneira mais visível a partir da década de 1980, e tem a sua origem nos chamados problemas de agência, que nascem com a diluição do controle das organizações, onde há separação entre propriedade e controle.

A expressão governança corporativa identifica, em sentido amplo, o estudo do governo da empresa e da estrutura societária de qualquer sociedade. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002), a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Nobili (2006) esclarece que um sistema de governança corporativa engloba normas formais e informais, assim como práticas aceitas e mecanismos de fiscalização que devem ser adotados pelas empresas que desejem ser consideradas idôneas e transparentes pelo mercado. Santos (2005) ressalta 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.

A separação de propriedade e controle entre principal (proprietário e/ou acionistas) e agentes (gestores), por sua vez, demandou também novos mecanismos de monitoramento. Para uma boa aplicação da governança corporativa em uma organização, faz-se necessário constituir um sólido sistema administrativo que trabalhe em virtude do alinhamento dos interesses desses atores. Nesse sentido, a Contabilidade tem um relevante papel de fornecer informações aos usuários que são partes interessadas da organização. O Conselho Federal de Contabilidade (CFC), através da Resolução nº 785/95, afirma que as informações geradas pela Contabilidade devem propiciar aos seus usuários base segura às suas decisões. Dessa forma, a qualidade na evidenciação das informações é fundamental, visto que a informação contábil é um instrumento que é utilizado para a tomada de decisões.

A possibilidade de existência de possíveis conflitos de agência faz com que os investidores sejam mais cautelosos na aplicação dos recursos e busquem empresas que tenham melhores práticas de governança corporativa, para que não sejam expropriados pelos gestores e acionistas controladores. Assim, pode-se dizer que a governança corporativa contribui para o fortalecimento do mercado acionário uma vez que busca minimizar os potenciais problemas existentes entre acionistas e gestores.

Entretanto, fatos mais recentes têm despertado o interesse por este assunto e dizem respeito às mudanças ocorridas no cenário mundial, em função 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. Os principais códigos de boas práticas de governança nacionais e internacionais afirmam que

os princípios fundamentais da boa governança corporativa estão apoiados em: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*), cumprimento das leis (*compliance*) e ética (*ethics*), tendo como pilares básicos à propriedade (acionistas), o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e a Auditoria Independente (IBGC, 2004).

Todo esse processo tem impactado em 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. Muitos países desenvolveram códigos de melhores práticas de governança corporativa. No Brasil, diversas ações foram desencadeadas no sentido de incentivar as empresas a adotarem melhores práticas de governança, nos últimos anos. No final de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou três segmentos de mercado, aos quais as empresas podem aderir espontaneamente, com regras progressivamente mais severas de governança corporativa (BOVESPA, 2007). A CVM (2002) divulgou uma cartilha com recomendações de boas práticas de governança corporativa. O objetivo é que as empresas incluam nas suas informações anuais o nível de adesão às recomendações da cartilha, nas quais elas poderão indicar se estão adotando ou não as práticas recomendadas. 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.

Os estudos de modo geral têm apresentado resultados sobre as empresas de capital aberto listadas em bolsa. Segundo a *Organisation for Economic Co-operation and Development* – 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.

Por empresa aberta, entende-se que são aquelas que têm o capital dividido em ações, limitando a responsabilidade de cada sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, e o termo não listadas refere-se às empresas abertas que não possuem ações negociadas em bolsa.

Dada a relevância do tema, a adoção de boas práticas de governança 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 das companhias não listadas: Quais são as características de governança corporativa das companhias não listadas? O que impulsiona a melhoria das práticas de governança destas empresas?

Para as empresas de capital aberto não listadas em bolsa, a pesquisa desenvolvida por Santos (2005), por exemplo, que investigou as empresas familiares deste segmento em 2003, 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 das empresas familiares não listadas.

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?*

Torna-se importante verificar quais são os fatores que levam as empresas a se preocuparem em melhorar a qualidade de suas práticas de governança. O presente estudo tem como objetivo testar a relação entre as variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores.

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 identificar as possíveis variáveis que influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa 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. Este artigo faz parte de um projeto de pesquisa que contou com o apoio financeiro da CAPES e do Programa THESIS da UFS.

## 2. Revisão Bibliográfica

Estudos recentes têm investigado os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, através de variáveis endógenas (internas) à empresa. Para mensurar a qualidade das práticas de governança, normalmente estes estudos 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 e LOVE, 2002; BEINER *et al.*, 2003; DROBETZ *et al.*, 2004; ARIFF *et al.*, 2007; SILVEIRA *et al.*, 2007).

Black (2001), utilizando os *rankings* de governança corporativa para 21 empresas russas desenvolvidos por um banco de investimento, evidencia 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 sugere que estes resultados podem ser aplicados a países em desenvolvimento, mas com algumas limitações do tamanho da 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. Verificaram também que há variação nos padrões de governança num mesmo país e 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). Elas observaram 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.

De maneira similar a estas autoras, Durnev e Kim (2003) utilizaram dados sobre a qualidade das práticas de governança corporativa compilados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) e pela *Standard and Poor's* (S&P). A desvantagem do uso dos dados do CLSA é que 70% dos *scores* são baseados em informação objetiva, enquanto que os *scores* S&P são totalmente objetivos. As informações sobre o CLSA utilizadas por estes autores foram publicadas em 2001 e é resultado de um relatório de práticas de governança de 494 companhias localizadas em 24 países. Os *scores* de governança foram construídos baseados nas respostas de 57 questões dadas pelos analistas financeiros. As questões foram compostas por seis categorias de governança corporativa (incentivos e disciplina gerencial, transparência, independência do conselho, prestação de contas do conselho, responsabilidade da administração, proteção aos acionistas minoritários), além de um índice de responsabilidade social. Nos resultados apresentados, a qualidade das práticas de governança corporativa é positivamente relacionada a oportunidades de crescimento, concentração de propriedade e necessidade de financiamento externo. Semelhantemente a Kappler e Love (2002), estes autores também observaram que estas relações são mais fortes em ambientes com melhor proteção legal aos investidores.

Beiner *et al.* (2003) construíram um índice de governança corporativa (CGI) baseado nas respostas de um questionário detalhado, que foi elaborado segundo as sugestões e recomendações do Código Suíço de Melhores Práticas. O questionário foi emitido para todas as empresas listadas na Bolsa de Valores da Suíça, com exceção das companhias de investimento. Quando necessário, os dados foram suplementados e verificados na base de relatórios anuais e páginas da *web*. O índice consiste em 38 atributos de governança dividido em cinco categorias: compromisso com governança corporativa, direitos dos acionistas, transparência, importância do conselho na administração e na supervisão, e, auditoria. A construção do índice foi feita de forma objetiva e transparente: para cada um dos 38 atributos foi dado o valor entre um (mínimo) e cinco (máximo). Segundo eles, possuir um nível mais alto de aceitação pode ser interpretado como uma rápida mudança pelo administrador da empresa para melhorar seu sistema de governança corporativa. Os resultados apontam uma relação positiva entre o nível de governança corporativa e o Q de Tobin.

Drobetz *et al.* (2004) utilizaram um *rating* de governança corporativa amplo, que foi construído baseado nas respostas de um *survey* enviado às empresas alemãs de capital aberto. 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. Os resultados de destes autores mostraram que as empresas com maior número de membros no

conselho de administração e as empresas familiares apresentaram *ratings* de governança mais baixos, ao passo que a adoção de princípios contábeis internacionais e a remuneração dos executivos impactaram positivamente sobre o *rating* de governança.

Baseado nas regras de governança da Coreia, Black *et al.* (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.

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).

As vantagens de utilização de um índice para indicar a qualidade das práticas de governança corporativa é ser transparente e fácil replicação, uma vez que não requer julgamentos subjetivos, possibilita fácil interpretação, e, evita viés e a baixa taxa de respondentes quando se utiliza questionários qualitativos (BEINER *et al.*, 2003; GOMPERS *et al.*, 2003; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SANTOS, 2005; SILVEIRA *et al.*, 2007).

Uma das variáveis endógenas apontada por estudos anteriores é o desempenho. As medidas de desempenho podem ser baseadas em informações contábeis, como o retorno sobre o ativo ou o retorno sobre vendas, por exemplo, ou em observações do mercado de ações, a exemplo do valor de mercado, normalmente aproximado pelo Q de Tobin. Os estudos mostram que há uma relação positiva entre desempenho da empresa e a qualidade das práticas de governança corporativa (KAPPLER e LOVE, 2002; MOHANTY, 2002; BEINER *et al.*, 2003; CHO e KIM, 2003; Durnev e KIM, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; DROBETZ *et al.*, 2004; SANTOS, 2005; SILVEIRA *et al.*, 2007). Kappler e Love (2002) evidenciam 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 (2003) verificaram que os *scores* de governança, elaborados pelo CLSA e pela S&P, apresentaram uma relação positiva com o Q de Tobin. Significa dizer que as empresas com melhor qualidade de governança corporativa possuem maior valor. Da mesma forma, Beiner *et al.* (2003), utilizando um sistema de equações simultâneas de três estágios (3SLS), também confirmaram que melhor

governança corporativa aumenta o valor da empresa, mensurado pelo Q de Tobin. Brown e Caylor (2004) observaram que as empresas que apresentaram uma má gestão (com baixo índice de governança) tiveram desempenho operacional, avaliação e índice de *payout* menores que as empresas melhor administradas.

Existem dois argumentos que sustentam a existência de uma associação positiva entre alavancagem e governança corporativa. As empresas com alto grau de alavancagem aumentam sua governança corporativa para obter mais reputação. Cho e Kim (2003) sugerem que empresas com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas por seus investidores, tais como instituições financeiras, a aumentar sua governança corporativa. Autores como Black *et al.* (2003), Brown e Caylor (2004) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) também encontraram uma associação positiva. Por outro lado, Faccio *et al.* (2001) observaram que maior expropriação pode ser associada a não adoção de boas práticas de governança, haja vista que as empresas asiáticas com maiores níveis de dívidas estavam mais vulneráveis à expropriação, e, conseqüentemente, maior nível de dívida era associado com baixo índice de governança. Nesse sentido, Friedman *et al.* (2003) verificaram que os *scores* de governança do CLSA eram negativamente relacionados com o nível de endividamento das empresas.

Do ponto de vista teórico, o efeito do tamanho sobre a governança corporativa da empresa é ambíguo (KAPPLER e LOVE, 2002; BEINER *et al.*, 2003). Por um lado, as empresas maiores podem ter sérios problemas de agência, por isso é mais difícil monitorá-las. 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. Entretanto, muitos estudos empíricos apresentam evidências de que o tamanho da empresa tem um efeito positivo sobre a qualidade das práticas de governança corporativa (BEINER *et al.*, 2003; BLACK *et al.*, 2003; GOMPERS *et al.*, 2003; GURIEV *et al.*, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; DROBETZ *et al.*, 2004). As empresas maiores tendem a ter melhores práticas de governança corporativa. Uma explicação para isso, de acordo com Ariff *et al.* (2007), é o custo necessário para implementar uma boa estrutura de governança, dado 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 e KIM, 2003).

Outro fator apontado como importante para determinação da qualidade da governança corporativa é a tangibilidade. Conforme Kappler e Love (2002), a composição dos ativos da empresa afetará seu ambiente contratual. Os ativos imobilizados são mais fáceis de serem monitorados e mais difíceis de serem roubados, se comparados com os ativos intangíveis. 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 positiva entre o índice de

governança corporativa e a proporção de ativos intangíveis, também confirmado por Black *et al.* (2003) e Durnev e Kim (2003).

As taxas de crescimento passado são positivamente relacionadas com boas práticas de governança (Kappler e Love, 2002; Black *et al.*, 2003; Durnev e Kim, 2003; Gompers *et al.*, 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) mostram que crescimento apresenta uma relação negativa com o índice de governança corporativa. Segundo os autores, estes resultados são surpreendentes, e, em princípio, não têm uma explicação persuasiva. Uma possibilidade pode ser que as empresas em questão tenham maior necessidade de capital por causa de seus baixos desempenhos e suas baixas lucratividades em períodos anteriores.

De acordo com Ariff *et al.* (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. Dessa forma, é esperada uma relação positiva entre práticas de governança e idade, conforme observado também por Black *et al.* (2003).

Os estudos anteriores indicam que desempenho, propriedade, alavancagem, tamanho, tangibilidade, crescimento e idade são possíveis variáveis à empresa que podem impactar sobre as suas práticas de governança corporativa. Verificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa tem ao menos duas vantagens, de acordo com Drobetz *et al.* (2004): 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; e, 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.

### 3. Metodologia

#### 3.1. Amostra da Pesquisa, Coleta e Análise dos Dados

A amostra da pesquisa é formada por 101 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa no ano de 2005. Não fizeram parte da amostra as empresas que tiveram o valor do patrimônio líquido menor ou igual a zero, bem como aquelas que não divulgaram informações para as variáveis investigadas.

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).

Como apresentado no referencial teórico, 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 *et al.* (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et al.* (2007).

Para análise dos dados, foram utilizados 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.

### 3.2. Definição Teórica e Operacional das Variáveis

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. 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. Um conjunto de variáveis independentes ponderadas forma a variável estatística de regressão, uma combinação linear das variáveis independentes que melhor prevêem a variável dependente (HAIR *et al.*, 2005).

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, conforme discutido no referencial teórico, 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 este problema, que envolvam esta parcela de empresas pretendidas neste estudo. Portanto, este trabalho visa cobrir esta lacuna, e, assim, foi utilizado o modelo a seguir para tentar identificar a relação existente entre as variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa:

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

Onde:

- *GCNL<sub>i</sub>*: representa as variáveis de governança corporativa da *i*-ésima;
- *DESEMP<sub>i</sub>*: representa as variáveis de desempenho da *i*-ésima empresa;

- *PROP*: representa as variáveis de estrutura de propriedade da *i*-ésima empresa;
- *ALAV*: representa o grau de alavancagem da *i*-ésima empresa;
- *TAM*: representa o tamanho da *i*-ésima empresa;
- *TANG*: representa a tangibilidade da *i*-ésima empresa;
- *CRESC*: representa a oportunidade de crescimento da *i*-ésima empresa;
- *IDADE*: representa a idade da *i*-ésima empresa; e,
- $\varepsilon_i$ : representa o termo de erro aleatório da *i*-ésima empresa.

Espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significativos, e que  $\beta_1$  e  $\beta_7$  apresentem sinal positivo,  $\beta_5$  apresente sinal negativo, e, em princípio, não existe um sinal esperado para  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$  e  $\beta_6$ .

### 3.2.1. Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL)

Como *proxy* para determinar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas não listadas em bolsa, nesta pesquisa foi utilizado um Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL), elaborado através de um questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares listadas e não listadas em bolsa, que adaptou o questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) para as empresas listadas em bolsa. O índice foi 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 utilizado para composição do índice é apresentado no Apêndice.

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, a exemplo de Nobili (2006), Silveira *et al.* (2007) e Santos e Leal (2007).

### 3.2.2. Variáveis utilizadas

As variáveis utilizadas foram:

**i) Desempenho (*DESEMP*):** alternativamente foram utilizadas duas variáveis relacionadas ao desempenho.

- **ROA1:** é 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.

**ii) Estrutura de Propriedade (PROP):** alternativamente foram utilizadas duas variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e controle.

- **Concentração de Controle (ON\_D1):** identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista real da empresa.

- **Concentração de Propriedade (TOT\_D1):** identifica o percentual de ações com direito sobre os fluxos de caixa do maior acionista real da empresa.

**iii) Alavancagem (ALAV):** é definida pelo total dívida financeira sobre as vendas da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

**iv) Tamanho da Empresa (TAM):** é definido como o logaritmo neperiano do ativo total da empresa, medido em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

**v) Tangibilidade (TANG):** é definida como o ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida, medida em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

**vi) Oportunidades de crescimento (CRESC):** o nível de oportunidade de crescimento será calculado através da média de crescimento das vendas dos últimos três anos.

**vii) Idade (IDADE):** representa a idade das empresas, sendo aproximada pela diferença entre a data de encerramento do exercício social e a data de registro na CVM, por ser um dado disponível.

#### 4. Análise dos Resultados

Para caracterizar as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, foram investigadas as variáveis que são apontadas como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, a exemplo dos estudos de Kappler e Love (2002), Beiner *et al.* (2003), Drobotz *et al.* (2004), Silveira *et al.* (2007) e Ariff *et al.* (2007).

Deste modo, inicialmente foram realizadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) de cada uma das variáveis empregadas no estudo, que são apresentadas na tabela 1.

Os resultados da tabela 1 mostram que a empresa com menor índice de governança (GCNL) obteve três pontos e a empresa com maior índice obteve 11 pontos. A pontuação média obtida foi de 7,1 pontos, com mediana igual a 7, indicando que metade das empresas não listadas apresentaram um bom nível de governança corporativa.

**Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis**

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL), concentração de controle (ON\_D1), concentração de propriedade (TOT\_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (CRESC) e idade (IDADE). A amostra é formada por 101 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
GCNL	7,10	7,00	3,00	11,00	1,65
ON_D1	0,85	1,00	0,29	1,00	0,22
TOT_D1	0,81	0,98	0,15	1,00	0,26
ROA1	-0,07	0,01	-6,12	2,10	0,74
ROA2	-0,09	0,01	-6,12	1,57	0,79
ALAV	2,30	0,57	0,00	69,33	8,15
TAM	11,79	11,98	2,83	16,91	2,67
TANG	2,96	0,28	0,00	48,96	7,67
CRESC	0,09	0,04	-0,69	1,89	0,33
IDADE	13,11	10,02	0,29	37,48	9,85

Fonte: Os autores

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, observa-se que a média da concentração de controle (ON\_D1) representa 85% das ações com direito a voto do maior acionista da empresa, e a média da concentração de propriedade (TOT\_D1) corresponde a 81%. Isto indica que as empresas brasileiras apresentam uma estrutura de controle e propriedade bastante concentrada, tendo o maior acionista real da empresa, em média, mais de 80% tanto das ações com direito a voto como, também, das ações com direito sobre os fluxos de caixa.

Em relação às variáveis de desempenho, verifica-se que o valor máximo do retorno sobre o ativo foi de 2,1 e 1,57 para o ROA1 e ROA2, respectivamente. Os valores mínimos e as médias destas duas variáveis foram negativos. Isto indica que as empresas apresentaram, em média, um prejuízo acumulado no ano de 2005, apresentando um desempenho não favorável.

A alavancagem (ALAV) média foi de 2,3, mas atingiu um máximo de 69,33, sendo que a mediana foi de 0,57. O tamanho (TAM) médio dos ativos das empresas foi de 11,79, sendo o mínimo igual a 2,83 e o máximo igual a 16,91. Já a tangibilidade (TANG) média calculada foi de 2,96, a mínima foi igual a zero e máxima igual a 48,96. Verifica-se nos últimos três anos, a média de crescimento das vendas (CRESC) das empresas não listadas foi de 0,09 e o crescimento máximo foi de 1,89. A idade (IDADE) média das empresas é de 13 anos e um mês, sendo a mínima de 3 meses e a máxima de 37 anos e 5 meses.

Inicialmente foram analisadas as relações existentes entre as variáveis investigadas sobre os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, por meio do estudo das suas correlações, cujos resultados estão apresentados na tabela 2.

**Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis**

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL), concentração de controle (ON\_D1), concentração de propriedade (TOT\_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (CRESC) e idade (IDADE). A amostra é formada por 101 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	GCNL	ROA1	ROA2	ON_D1	TOT_D1	ALAV	TAM	TANG	CRESC	IDADE
GCNL	1									
ON_D1	-0,10	1								
TOT_D1	-0,09	<b>0,88</b>	1							
ROA1	0,13	-0,07	-0,05	1						
ROA2	0,07	-0,07	-0,04	<b>0,95</b>	1					
ALAV	-0,13	0,04	0,05	0,01	0,01	1				
TAM	<b>0,25</b>	0,08	0,13	<b>0,33</b>	<b>0,29</b>	-0,06	1			
TANG	<b>-0,20</b>	0,07	0,07	0,00	0,15	-0,03	-0,10	1		
CRESC	0,06	-0,07	0,02	0,10	0,10	-0,03	0,19	-0,13	1	
IDADE	0,05	0,17	0,11	-0,07	-0,07	-0,01	<b>0,22</b>	0,06	-0,04	1

Fonte: Os autores

Na matriz de correlação, percebe-se que os sinais apresentados em todas as variáveis são consistentes com os sinais esperados. Observa-se que o Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL) apresentou correlação positiva com o tamanho e correlação negativa com a tangibilidade, com resultados estatisticamente significativos. O índice GCNL apresentou, embora sem significância estatística, correlação negativa com as variáveis de propriedade e alavancagem, e correlação positiva com as variáveis de desempenho, oportunidade de crescimento e idade. 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 *et al.*, (2007), e, Silveira *et al.* (2007).

A exemplo dos estudos de diversos autores que buscaram investigar os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3.2, se aplicado às empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, cujos resultados são apresentados a seguir na tabela 3.

**Tabela 3 – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa**

As variáveis utilizadas no modelo foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL), concentração de controle (ON\_D1), concentração de propriedade (TOT\_D1), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (CRESC) e idade (IDADE). A variável dependente é o Índice de Governança Corporativa das Empresas Não Listadas (GCNL) descrito na seção 3.2.1. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.2.2. A amostra é formada por 101 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. Os dados são relativos ao ano de 2005. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados ( $\beta$ ) e da estatística  $t$ , respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. \*\*, \*, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

		GCNL					
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Constante	$\beta$	6,0055**	5,9268**	5,9860**	5,9067**	5,4857**	5,4640**
	$t$	4,5384	4,5582	4,5198	4,5391	4,1465	4,1347
ROA1	$\beta$	0,1328	0,1304			0,0711	
	$t$	0,5679	0,5571			0,2852	
ROA2	$\beta$			0,0756	0,0730		0,0388
	$t$			0,3426	0,3309		0,1699
ON_D1	$\beta$	-0,7200		-0,7320			
	$t$	-0,9712		-0,9857			
TOT_D1	$\beta$		-0,6223		-0,6339		
	$t$		-0,9781		-0,9947		
ALAV	$\beta$	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001
	$t$	-1,2518	-1,2317	-1,2438	-1,2232	-1,2737	-1,2688
TAM	$\beta$	0,1278*	0,1314*	0,1335**	0,1372**	0,1322*	0,1356*
	$t$	1,8951	1,9368	1,9896	2,0320	1,9105	1,9820
TANG	$\beta$	-0,0380*	-0,0374*	-0,0389*	-0,0383*	-0,0388*	-0,0392*
	$t$	-1,7861	-1,7551	-1,7892	-1,7556	-1,8121	-1,7878
CRESC	$\beta$	-0,0807	-0,0424	-0,0812	-0,0420	-0,0496	-0,0484
	$t$	-0,1612	-0,0849	-0,1617	-0,0839	-0,0984	-0,0959
IDADE	$\beta$	0,0440	0,0339	0,0393	0,0291	0,0246	0,0221
	$t$	0,2919	0,2265	0,2604	0,1938	0,1607	0,1445
Estatística F		1,8074	1,8096	1,7743	1,7771	1,8849	1,8751
$p$		0,0949	0,0945	0,1017	0,1011	0,0916	0,0933
R <sup>2</sup> Ajustado		0,0535	0,0536	0,0514	0,0516	0,0509	0,0504
Nº Obs.		101	101	101	101	101	101

Fonte: Os autores

Os resultados obtidos com os dados de 2005 mostram que as empresas maiores tendem a apresentar melhores práticas de governança corporativa, uma vez que a variável tamanho mostrou-se positivamente relacionada com o índice GCNL, com significância estatística em todos os modelos. Os resultados de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), com empresas do Brasil e do Chile listadas em bolsa, e os resultados de Silveira *et al.* (2007), com empresas brasileiras listadas na Bovespa, também evidenciam que o tamanho da empresa impacta positivamente o nível de governança corporativa. Já nos resultados de Santos (2005), que investigou as empresas familiares brasileiras, o tamanho apresentou uma relação negativa com o índice de governança.

Observa-se também que a tangibilidade da empresa possui uma relação negativa com as práticas de governança corporativa. Significa dizer que quanto maior o nível de tangibilidade da empresa menor será a qualidade das práticas de governança esperada. As empresas com maior valor em ativos imobilizados conseguem mais facilmente financiar novos projetos, utilizando 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. Estes resultados corroboram com os obtidos por estudos internacionais, como os de Kappler e Love (2002), Black *et al.* (2003), e Durnev e Kim (2003), bem como pelos estudos com as empresas brasileiras, a exemplo de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e Santos (2005). Entretanto, Silveira *et al.* (2007) encontraram uma relação positiva entre tangibilidade e práticas de governança corporativa.

Os resultados da pesquisa apontaram ainda que o desempenho, medido através do retorno sobre o ativo (ROA), e a idade são variáveis endógenas que impactam positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas não listadas, embora essa relação não seja significativa estatisticamente. Ariff *et al.* (2007) argumentam que as empresas que estão operando há mais tempo no mercado, provavelmente já estão estabelecidas e, portanto, devem possuir mais recursos e, conseqüentemente, uma estrutura bem equipada. Além disso, provavelmente gozam de boa reputação no país em que atuam. Estes fatores, segundo os pesquisadores, levariam a uma boa governança, o que também foi obtido nos estudos de Black *et al.* (2003). Estudos anteriores também evidenciam que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a melhores desempenhos, como pode ser visto em Kappler e Love (2002), Beiner *et al.* (2003), Durnev e Kim (2003), Brown e Caylor (2004), e Drobetz *et al.* (2004), dentre outros. Para as empresas brasileiras, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Santos (2005) e Silveira *et al.* (2007) observaram uma relação positiva entre desempenho e governança corporativa. Quanto à idade, para as empresas listadas, Silveira *et al.* (2007) encontraram uma relação positiva, ao passo que Santos (2005), para as empresas familiares, obteve uma relação negativa.

As empresas que são mais concentradas diretamente em um investidor (ações de controle (ON\_D1) e ações com direitos sobre o fluxo de caixa (TOT\_D1)), mais alavancadas ou com maiores perspectivas de crescimento, impactam negativamente as práticas de governança corporativa, apesar dos resultados não terem significância estatística. Estes resultados estão alinhados com os obtidos por Santos (2005) para as empresas familiares

não listadas e, também, para as empresas que têm ações negociadas em bolsa de valores, conforme os estudos de Silveira *et al.* (2007). Já os resultados obtidos por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) mostram que o crescimento e a alavancagem influenciam positivamente a qualidade das práticas de governança corporativa. Os estudos de âmbito internacional reforçam os resultados obtidos nesta pesquisa: Cho e Kim (2003) encontraram uma relação negativa entre propriedade e governança corporativa; Faccio *et al.* (2001) e Friedman *et al.* (2003) observaram uma influência negativa entre alavancagem e o nível de governança das empresas; e, Beiner *et al.* (2003) verificaram uma relação negativa entre o crescimento e o índice de governança corporativa.

Conforme pode ser observado na tabela 3, também foram testados dois modelos (V e VI) excluindo as variáveis de propriedade, pois estas poderiam ser endogenamente relacionadas com o índice de governança corporativa. Os resultados apontam que não houveram variações significantes em relação àqueles obtidos nos outros modelos estimados. Convém ainda ressaltar que este estudo não buscou estabelecer o melhor modelo de estimação, mas verificar a relação entre as variáveis endógenas à empresa e suas práticas de governança.

## 5. Conclusões

O presente estudo teve por objetivo testar a relação entre as variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores.. Para caracterizar as empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, foram investigadas as variáveis que são apontadas como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa.

Das análises realizadas com os dados de 2005, algumas informações relevantes podem ser destacadas: a empresa com menor índice de governança (GCNL) obteve três pontos e a empresa com maior índice obteve 11 pontos; metade das empresas não listadas apresentaram um bom nível de governança corporativa (acima de 7 pontos), embora nenhuma delas tenha obtido a pontuação máxima; as empresas pesquisadas apresentam uma estrutura de controle e propriedade concentradas, tendo o maior acionista real da empresa, em média, mais de 80% tanto das ações com direito a voto quanto das ações com direito sobre os fluxos de caixa; os níveis de endividamento de longo prazo dessas empresas estão bem elevados, comparando-os com o nível de vendas, chegando a atingir, em média, a razão de 2,3; e, a idade média das empresas é de 13 anos e um mês, sendo a máxima de 37 anos e 5 meses.

Os resultados obtidos mostraram que o tamanho é uma variável endógena que influencia a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. As empresas maiores possuem mais recursos financeiros e podem adotar melhores práticas de governança corporativa. Observou-se também que a tangibilidade da empresa influencia negativamente as práticas de governança corporativa. Quanto maior o nível de tangibilidade da empresa menor deverá ser a qualidade das práticas de governança. Já as empresas com elevados níveis de ativos

intangíveis devem apresentar melhores práticas de governança corporativa para se mostrarem mais atrativas aos investidores. Portanto, pode-se também afirmar que a tangibilidade é uma das variáveis endógenas que influencia a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas investigadas.

Por outro lado, os resultados também sugerem que o desempenho e a idade influenciam positivamente a qualidade das práticas de governança, apesar de não serem estatisticamente significativos. Já estrutura de propriedade e controle, alavancagem e crescimento influenciam negativamente as práticas de governança corporativa, embora estes resultados também não apresentem significância estatística.

Uma das limitações da pesquisa é que, como existe poucos estudos sobre as empresas não listadas em bolsa, não se tem outros resultados que possam ser confrontados com os que foram encontrados neste estudo, e, ainda estas empresas talvez possam apresentar características bem diferentes das empresas listadas. Outra limitação diz respeito à técnica de análise utilizada pois não considera a existência de causalidade reversa entre as variáveis, bem como variáveis importantes podem ter sido omitidas do estudo. 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.

Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando as mesmas variáveis com um painel de dados de vários anos, com o objetivo de testar a consistência dos resultados. Também, sejam incluídas outras variáveis (exógenas, por exemplo), já que foram utilizadas apenas variáveis endógenas à empresa, a fim de identificar se elas também influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa.

## Referências

ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance*, 7(5): 562-573, 2007.

BAUER, R.; GÜNSTER, N.; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stocks returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2): 91-104, 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 15/06/2008.

BERLE, A. A.; MEANS, G. 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 29/03/2008.

- BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2: 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 15/06/2008.
- BLACK, B., JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Value? Time Series Evidence from Korea. *ECGI Finance Working Paper*, 103, novembro, 2005. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=844744](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=844744), acesso em 15/06/2008.
- BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7: 361-379, 2006.
- BOVESPA. *IGC e o Novo Mercado*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>, acesso em 28/06/2007.
- 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423), acesso em 15/06/2008.
- CHO, D. S.; KIM, J. Determinants in introduction of outside directors in Korean companies. *Journal of International and Area Studies*, 10(1): 1-20, 2003.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. *Resolução CFC nº 785/95*. Brasília: CFC, 1995.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Cartilha de Governança*. Rio de Janeiro: CVM, 2002.
- \_\_\_\_\_. *ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>, acesso em 27/06/2008.
- DROBETZ, W.; GUGLER, K.; HIRSCHVOGL, S. *The Determinants of German Corporate Governance Rating*, 2004. Disponível em <http://www.wvz.unibas.ch/forum/volltexte/749.pdf>, acesso em 15/06/2008.
- 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318719), acesso em 15/06/2008.
- 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](http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/Activity/paper/Faccio_Paper_Debt.pdf), acesso em 15/06/2008.
- FAMA, E.; FRENCH, K. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(1): 427-65, 1992.

- 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441582), acesso em 15/06/2008.
- GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, **118**(1): 107-155, 2003.
- GUILLÉN, M. F. Business group in emerging economies: a resource-based view. *Academy of Management Journal*, **43**(3): 362-80, 2000.
- GURIEV, S.; LAZAREVA, O.; RACHINSKY, A.; TSOUHLO, S. *Concentrated ownership, market for corporate control and corporate governance*, 2003. Disponível em <http://www.nes.ru/~sguriev/papers/CGRussia.pdf>, acesso em 15/06/2008.
- HAIR, Jr. J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. *Análise multivariada de dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Janeiro, 2004. Disponível em [http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo\\_IBGC\\_3\\_versao.pdf](http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf), acesso em 22/03/2008.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, **11**: 5-50, 1976.
- KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper n. 2818*, abril, 2002.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Ownership structures around the world. *Journal of Finance*, **54**(2): 471-517, 1999.
- LAING, D.; WEIR, C. M. Governance structures, size and corporate performance in UK firms. *Management Decision*, **37**(5): 457-64, 1999.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *COPPEAD/UFRJ Working Paper*, 2004.
- MOHANTY, P. Institutional investor and corporate governance in India. *National Stock Exchange of India Research Initiative Paper N. 15*, 2002. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=353820](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=353820), acesso em 15/06/2008.
- NOBILI, C. B. *Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro: uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Fama & French*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração, COPPEAD/UFRJ: Rio de Janeiro, 2006.
- OECD. *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 22/03/2008.
- SANTOS, J. F. *Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa*. Tese de Doutorado. Departamento de Administração, COPPEAD/UFRJ : Rio de Janeiro, 2005.

SANTOS, J. F.; LEAL, R. P. C. Práticas de Governança em Empresas Familiares não-Listadas de Capital Aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, VII, Rio de Janeiro: 2007. *Anais do VII Encontro Brasileiro de Finanças*. Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado. Departamento de Administração, FEA/USP: São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B. 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995764), acesso em 22/03/2008.

## APÊNDICE

### Questionário utilizado para determinar o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL)

- 1: A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
- 2: A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?
- 3: A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
- 4: A companhia apresenta no seu *website* ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
- 5: A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?
- 6: O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
- 7: O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
- 8: O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?
- 9: Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?
- 10: A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
- 11: O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
- 12: A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?
- 13: O controle da companhia é direto?
- 14: Não existem acordos de acionistas?

<p><b>Moisés Araújo Almeida</b> é Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Sergipe, <a href="mailto:moisesalmeida@ufs.br">moisesalmeida@ufs.br</a> Endereço: Universidade Federal de Sergipe (UFS) Campus Prof. Alberto Carvalho Núcleo de Graduação em Ciências Contábeis Avenida Ver. Olímpio Grande, s/n – Centro CEP 49500-000 - Itabaiana – SE – Brasil.</p>	<p><b>Joséte Florêncio dos Santos</b> é Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco, <a href="mailto:jfs@ufpe.br">jfs@ufpe.br</a> Endereço: Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) Centro de Ciências Sociais e Aplicadas – CCSA Departamento de Ciências Administrativas - Avenida dos Professores, s/n – Cidade Universitária CEP 50670-901 - Recife – PE – Brasil.</p>
--	---