

Variáveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa

Moisés Araújo Almeida (UFPE / UFS) - moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br

José Florêncio dos Santos (PROPAD/UFPE) - jfs@ufpe.br

Lúcio Flávio Vieira de Medeiros Ferreira (UFPE) - lucio@mail.com

Fernando José Vieira Torres (UFPE) - fjttorres@hotmail.com

Edilson dos Santos Silva (UFPE) - santosedilson@hotmail.com

Resumo:

As discussões sobre governança ganharam maior destaque desde os escândalos financeiros que envolveram várias corporações nos EUA, causando prejuízos imensuráveis ao mercado. 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 investigar os determinantes da 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 100 empresas para o ano de 2005 e por 79 empresas para o ano de 2006, com informações públicas disponibilizadas pela CVM. Para análise dos dados, utilizou-se técnicas econométricas de regressão linear múltipla, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que a estrutura de propriedade, o tamanho, o crescimento e a quantidade de ativos tangíveis das empresas são fatores que determinam a qualidade das práticas de governança corporativa. Adicionalmente, a maior parte das empresas não listadas apresentaram um bom nível de governança corporativa e apresentam estrutura de controle e propriedade bastante concentradas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Empresas de Capital Aberto. Empresas Não Listadas.

Área temática: Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos

Variáveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa

Resumo

As discussões sobre governança ganharam maior destaque desde os escândalos financeiros que envolveram várias corporações nos EUA, causando prejuízos imensuráveis ao mercado. 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 investigar os determinantes da 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 100 empresas para o ano de 2005 e por 79 empresas para o ano de 2006, com informações públicas disponibilizadas pela CVM. Para análise dos dados, utilizou-se técnicas econométricas de regressão linear múltipla, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que a estrutura de propriedade, o tamanho, o crescimento e a quantidade de ativos tangíveis das empresas são fatores que determinam a qualidade das práticas de governança corporativa. Adicionalmente, a maior parte das empresas não listadas apresentaram um bom nível de governança corporativa e apresentam estrutura de controle e propriedade bastante concentradas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Empresas de Capital Aberto. Empresas Não Listadas.

Área Temática: Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos.

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, em que 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. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004), a governança corporativa é o sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. 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 transparente 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, que representam custos de monitoramento ou custos de agência. Salmasi (2007) argumenta que os custos de agência têm origem devido à falta de esforço por parte do agente em tomar decisões favoráveis ao aumento de valor da empresa e assimetria de informações, em que o agente

pode ficar propenso a tomar decisões que prejudiquem o principal. Jensen e Meckling (1976) definiram os custos de agência como aqueles necessários para alinhar os interesses do agente com os interesses do principal. Observa-se que os custos de agência existem devido à necessidade de monitoramento e controle do agente e à impossibilidade de se fazer contratos perfeitos que contemplem todas as ações possíveis do agente e devido à assimetria de informação. Os planos de incentivos que associam o desempenho dos agentes aos salários ou à concessão de ações, opções e outros benefícios, são alguns exemplos de custos de agência.

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, equidade, prestação de contas, cumprimento das leis e ética, 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. 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 Comissão de Valores Mobiliários – 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 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. 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. Para a OECD (2005), algumas questões 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?

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.

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.

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 investigar os determinantes da 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 em 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

Estudos recentes têm investigado os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa. Para mensurar a qualidade das práticas de governança, 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, como pode ser visto em Kappler e Love (2002), Beiner et al. (2003), Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004), Ariff, Ibrahim e Othman (2007), e, Silveira et al. (2007).

Por exemplo, Ariff, Ibrahim e Othman (2007), num estudo envolvendo 90 empresas da Malásia, investigaram se as variáveis lucratividade, alavancagem, crescimento, avaliação de mercado, tamanho, idade, estrutura de propriedade e países de operação, eram determinantes do nível de governança das empresas. 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.

Kappler e Love (2002) 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. Como medida de mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa, as autoras utilizaram os *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Elas verificaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor.

De maneira similar a Kappler e Love (2002), 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). 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 menos proteção legal aos investidores.

Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004) utilizaram um *rating* de governança corporativa amplo, e, semelhantemente à Beiner et al. (2003), para qualificar a inclusão no *rating*, 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.

Baseado nas regras de governança da Coreia, Black, Jang e Kim (2005) construíram o índice de governança corporativa utilizando 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) também desenvolveram um índice de governança corporativa, que conta com 24 questões binárias cujas respostas foram obtidas a partir de informações públicas. 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 Silveira (2004), Santos (2005), Nobili (2006) 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, conforme argumentam Beiner et al. (2003), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), e, Santos (2005).

Investigando as possíveis variáveis que influenciam as práticas de governança, verifica-se que existem dois argumentos que sustentam a existência de uma associação positiva entre a alavancagem das empresas e sua governança corporativa. Primeiro, segundo Chung (2000), as empresas com alto grau de alavancagem aumenta sua governança corporativa para ganhar mais reputação. Cho e Kim (2003) sugerem 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) e Friedman et al. (2003) encontraram uma associação negativa entre alavancagem e nível de governança corporativa das empresas.

Do ponto de vista teórico, o efeito do tamanho sobre a governança corporativa da empresa é ambíguo, segundo Kappler e Love (2002) e 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.

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. 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 e a proporção de ativos intangíveis, também confirmado por Black, Jang e Kim (2003) e Durnev e Kim (2003).

As taxas de crescimento passado são positivamente relacionadas com boas práticas de governança, de acordo com os argumentos de Kappler e Love (2002) e Gompers, Ishii e 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. Por outro lado, os resultados apresentados por Beiner et al. (2003) mostram que o crescimento apresenta uma relação negativa com o índice de governança corporativa.

Verificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa tem ao menos duas vantagens, de acordo com Drobetz, Gugler e Hirschvogel (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; 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 Procedimentos metodológicos

3.1 Amostra da pesquisa, coleta e análise dos dados

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas abertas brasileiras não listadas em bolsa, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2005 e em 2006. Dessa maneira, obteve-se uma amostra formada por 100 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa no ano de 2005 e por 79 empresas para o ano de 2006. 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 (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, Jang e Kim (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), e, 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 e crescimento, 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, procurando observar se estas variáveis também têm influência sobre as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa. Neste sentido, foi utilizado o modelo a seguir, baseado nos trabalhos referenciados na seção anterior, para tentar identificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa:

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

Onde:

- $GCNL_i$: representa as variáveis de governança corporativa da i -ésima;
- $DESEMP_i$: representa as variáveis de desempenho da i -ésima empresa;
- $PROP_i$: representa as variáveis de estrutura de propriedade da i -ésima empresa;
- $ALAV_i$: representa o grau de alavancagem da i -ésima empresa;
- TAM_i : representa o tamanho da i -ésima empresa;
- $TANG_i$: representa a tangibilidade da i -ésima empresa;
- $CRESC_i$: representa a oportunidade de crescimento 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, e que β_1 apresente sinal positivo, β_5 apresente sinal negativo, e, em princípio, não existe um sinal esperado para β_2 , β_3 , β_4 e β_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 a partir de um questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares, 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, composição e funcionamento do conselho, e, controle e conduta. Na dimensão transparência foram verificados os seguintes quesitos: elaboração dos relatórios financeiros dentro do prazo legal, contabilização segundo normas internacional, contratação de auditoria global, divulgação da remuneração do diretor geral e membros do conselho, e presença de parecer de auditoria independente sem ressalvas. Para a dimensão composição e funcionamento do conselho foram observados os seguintes itens: distinção entre as funções de presidente e diretor do conselho, composição do conselho por membros externos e independentes, número de membros do conselho e duração do mandato de seus membros. Já na dimensão controle e conduta, os itens observados foram: existência de investigação ou condenação pela CVM, existência de grupo controlador com menos de 50% das ações com direito a voto, porcentagem das ações sem direito a votos menor que 20% do capital total, tipo de controle e existência de acordos de acionistas. De maneira similar e com algumas adaptações, este índice foi utilizado nas empresas brasileiras por outros pesquisadores, a exemplo de Nobili (2006), Silveira et al. (2007) e Santos e Leal (2007).

3.2.2 Variáveis utilizadas:

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.

Espera-se que exista uma relação positiva entre as variáveis de desempenho e o índice de governança corporativa.

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

- **Concentração de Controle (ON_DI):** identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista real da empresa. 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.
- **Concentração de Propriedade (TOT_DI):** identifica o percentual de ações com direito sobre os fluxos de caixa do maior acionista real da empresa. As empresas com maior concentração de propriedade podem apresentar melhor qualidade das práticas de governança corporativa, em face de menor possibilidade de existência de expropriação.

Entretanto, não existe um sinal esperado para a relação entre as variáveis de estrutura de propriedade e as práticas de governança.

iii) Alavancagem (ALAV): é definida pelo lucro total sobre o ativo da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social. Não existe um sinal esperado para a relação entre alavancagem e governança corporativa.

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. Não existe um sinal esperado para o tamanho, pois as empresas maiores possuem mais recursos financeiros e podem adotar melhores práticas de governança corporativa, ao passo que as empresas menores necessitam de maior captação de capital externo para crescer, e, dessa forma, também procuram apresentar melhores padrões de governança.

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. Espera-se que exista uma relação negativa entre a tangibilidade da empresa e o índice de governança corporativa, visto que empresas com maior valor em ativos fixos conseguem mais facilmente financiar novos projetos, utilizando esses ativos como garantia.

vi) Oportunidades de crescimento (CRESC): calculado através da média de crescimento das vendas dos últimos três anos. Não existe um sinal esperado para crescimento, pois alguns resultados apontam uma relação positiva e outros apontam uma relação negativa com a qualidade das práticas de governança corporativa.

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), Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004), Silveira et al. (2007) e Ariff, Ibrahim e Othman (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 estão apresentadas na tabela 1.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL), retorno sobre o ativo (ROA), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e oportunidade de crescimento (CRESC). Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão) dessas variáveis. A amostra é formada por 100 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2005 e por 79 empresas para o ano de 2006.

Variável	Média		Mediana		Mínimo		Máximo		Desvio Padrão	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
GCNL	7,10	7,58	7,00	8,00	3,00	4,00	11,00	12,00	1,65	1,54
ROA1	-0,10	0,04	0,01	0,01	-6,12	-0,19	0,46	0,67	0,71	0,10
ROA2	-0,11	0,02	0,00	0,01	-6,12	-0,19	1,57	0,49	0,78	0,09
ON_D1	0,86	0,88	1,00	1,00	0,29	0,29	1,00	1,00	0,22	0,20
TOT_D1	0,81	0,85	0,98	0,99	0,15	0,10	1,00	1,00	0,26	0,22
ALAV	0,12	0,14	0,07	0,09	-0,04	-0,02	0,75	1,34	0,15	0,20
TAM	11,84	12,10	12,00	12,32	2,83	3,61	16,91	18,43	2,64	3,08
TANG	2,99	3,66	0,30	0,09	0,00	0,00	48,96	90,18	7,70	13,10
CRESC	0,10	0,13	0,04	0,00	-0,69	-0,75	1,89	1,93	0,33	0,37
Amostra	100	79	100	79	100	79	100	79	100	79

Fonte: Os autores

Os resultados da tabela 1 mostram que a empresa com menor índice de governança (GCNL) obteve 3 pontos em 2005 e 4 pontos em 2006, e a empresa com maior índice obteve 11 pontos para o primeiro ano e 12 pontos para o segundo. A pontuação média obtida foi de 7,10 e 7,58 para 2005 e 2006, respectivamente, com mediana igual a 7 em 2005 e 8 em 2006, indicando que a maior parte das empresas brasileiras não listadas apresentaram um bom nível de governança corporativa.

Em relação às variáveis de desempenho, verifica-se que o valor máximo do retorno sobre o ativo foi de 0,46 em 2005 e de 0,67 em 2006 para o ROA1, e para o ROA2 foi de 1,57 e 0,49, no primeiro e no segundo ano, respectivamente. Os valores mínimos destas duas variáveis foram negativos, demonstrando que parte das empresas em análise tiveram prejuízos no período, uma vez que aquelas que apresentaram o valor do patrimônio líquido negativo foram excluídas da amostra.

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, observa-se que a média da concentração de controle (ON_D1) representa 86% e 88% das ações com direito a voto do maior acionista da empresa, e a média da concentração de propriedade (TOT_D1) corresponde a 81% e 85%, para 2005 e 2006, respectivamente. Isto indica que as empresas brasileiras investigadas 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. Outras informações são apresentadas na tabela 1 sobre as variáveis alavancagem, tamanho, tangibilidade e crescimento.

Em seguida, 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 para o ano de 2005

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL), retorno sobre o ativo (ROA), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e oportunidade de crescimento (CRESC). Esta tabela apresenta a matriz de correlação dessas variáveis. A amostra é formada por 100 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa para o ano de 2005 e por 79 empresas para o ano de 2006. Os valores destacados em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 5%.

Variáveis	GCNL	ROA1	ROA2	ON_D1	TOT_D1	ALAV	TAM	TANG	CRESC
GCNL	1								
ROA1	0,10	1							
ROA2	0,05	0,95	1						
ON_D1	-0,10	-0,02	-0,04	1					
TOT_D1	-0,09	-0,01	-0,02	0,88	1				
ALAV	0,16	0,13	0,07	-0,01	-0,05	1			
TAM	0,25	0,36	0,32	0,05	0,11	0,22	1		
TANG	-0,20	0,01	0,16	0,06	0,07	-0,20	-0,11	1	
CRESC	0,06	0,12	0,11	-0,07	0,02	0,21	0,20	-0,13	1

Fonte: Os autores

Na matriz de correlação, percebe-se que os sinais apresentados em todas as variáveis são consistentes com os sinais esperados. Os resultados estatisticamente significativos mostram que o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL) apresentou correlação positiva com tamanho da empresa e correlação negativa com tangibilidade. O índice GCNL apresentou, embora sem significância estatística, correlação negativa com as variáveis de estrutura de propriedade (ON_D1 e TOT_D1), e correlação positiva com as variáveis de desempenho (ROA1 e ROA2), alavancagem 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, Ibrahim e Othman (2007), e, Silveira et al. (2007). Outras correlações estatisticamente significativas entre as demais variáveis estão destacadas na tabela 2.

Utilizando o mesmo procedimento para elaboração da matriz de correlação com os dados do ano 2006, observou-se que os sinais apresentados em todas as variáveis também foram consistentes com os sinais esperados. Os resultados estatisticamente significativos mostraram que o índice GCNL apresentou correlação negativa com as variáveis de propriedade (ON_D1 e TOT_D1) e correlação positiva com o tamanho da empresa.

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, aplicado-se às empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa, cujos resultados são apresentados a seguir na tabela 3.

Os resultados obtidos com os dados de 2005 mostram 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 Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e os de Silveira et al. (2007) também evidenciam que o tamanho da empresa influenciam positivamente o nível de governança corporativa.

Observa-se também que a tangibilidade influencia negativamente 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 fixos 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.

Tabela 3 – Determinantes das práticas de governança corporativa para o ano de 2005

As variáveis utilizadas no modelo foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL), retorno sobre o ativo (ROA), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e oportunidade de crescimento (CRESC). A variável dependente é o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (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 100 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 (β) 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)	(VII)	(VIII)
Constante	β	6,1012**	5,9406**	6,0675**	5,9067**	6,1286**	5,9857**	6,0881**	5,9457**
	t	6,0852	6,4533	6,0967	6,4674	6,1269	6,5317	6,1299	6,5354
ROA1	β	0,0286	0,0266			0,0407	0,0371		
	t	0,1154	0,1077			0,1649	0,1505		
ROA2	β			-0,0005	-0,0022			0,0057	0,0027
	t			-0,0022	-0,0096			0,0251	0,0119
ON_D1	β	-0,7519		-0,7560		-0,7507		-0,7550	
	t	-1,0101		-1,0144		-1,0102		-1,0148	
TOT_D1	β		-0,6483		-0,0022		-0,6780		-0,6829
	t		-1,0132		-0,0096		-1,0642		-1,0705
ALAV	β	0,9515	0,8754	0,9597	0,8829				
	t	0,8150	0,7484	0,8229	0,7556				
TAM	β	0,1388**	0,1428**	0,1416**	0,1455**	0,1466**	0,1503**	0,1500**	0,1537**
	t	2,0429	2,0879	2,1024	2,1469	2,1818	2,2273	2,2567	2,3016
TANG	β	-0,0331	-0,0327	-0,0329	-0,0325	-0,0361*	-0,0354	-0,0360	-0,0353
	t	-1,5236	-1,5078	-1,4810	-1,4640	-1,6909	-1,6586	-1,6483	-1,6139
CRESC	β	-0,1388	-0,0910	-0,1362	-0,0880	-0,0757	-0,0328	-0,0722	-0,0290
	t	-0,2723	-0,1790	-0,2669	-0,1730	-0,1505	-0,0655	-0,1434	-0,0577
Estatística F		1,8915	1,8926	1,8890	1,8905	2,1446	2,1693	2,1387	2,1642
	p	0,0904	0,0902	0,0909	0,0906	0,0668	0,0640	0,0675	0,0646
R ² Ajustado		0,0513	0,0513	0,0511	0,0512	0,0546	0,0558	0,0544	0,0555
Nº Obs.		100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Os autores

Os resultados desta pesquisa evidenciaram ainda que as variáveis de desempenho, mensurado 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), Beiner et al. (2003), Durnev e Kim (2003), Brown e Caylor (2004), e, Drobetz, Gugler e Hirschvogl (2004), dentre outros.

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

corporativa. Já os resultados obtidos por Santos (2005), que estudou as empresas familiares brasileiras, e os de Silveira et al. (2007), que investigou as empresas brasileiras listadas na Bovespa, apresentam uma relação negativa.

Por outro lado, uma maior concentração de ações de controle (ON_D1) e de ações com direitos sobre o fluxo de caixa (TOT_D1) em um investidor impactam negativamente sobre as práticas de governança corporativa, apesar dos resultados não serem estatisticamente significativos. Os estudos de Cho e Kim (2003) reforçam os resultados obtidos nesta pesquisa, pois eles também encontraram uma relação negativa entre propriedade e governança corporativa.

Observa-se ainda que o crescimento influencia negativamente as práticas de governança corporativa. Estes resultados corroboram com os obtidos por Beiner et al. (2003), que mostram uma relação negativa entre crescimento e o índice de governança corporativa.

Utilizando o mesmo procedimento que foi feito para os dados de 2005, também foram feitas as estimações com os dados de 2006 das empresas brasileiras em análise, e os resultados são apresentados a seguir na tabela 4.

Tabela 4 – Determinantes das práticas de governança corporativa para o ano de 2006

As variáveis utilizadas no modelo foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL), retorno sobre o ativo (ROA), concentração de controle (ON_D1), concentração de propriedade (TOT_D1), alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e oportunidade de crescimento (CRESC). A variável dependente é o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (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 79 empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. 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 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)	(VII)	(VIII)
Constante	β	7,4600**	7,0101**	7,4292**	6,9330**	7,4237**	6,9493**	7,4159**	6,9179**
	t	7,7098	7,5713	7,6266	7,4062	7,7235	7,5725	7,6731	7,4521
ROA1	β	3,1181	3,2933			2,2372	2,2835		
	t	1,4241	1,4870			1,4236	1,4321		
ROA2	β			2,7550	2,6744			2,3769	2,2843
	t			1,1392	1,0860			1,2518	1,1769
ON_D1	β	-1,9202**		-1,9302**		-1,9140**		-1,9259**	
	t	-2,4549		-2,4546		-2,4584		-2,4655	
TOT_D1	β		-1,4467**		-1,4066*		-1,4183*		-1,4006*
	t		-2,0111		-1,9320		-1,9828		-1,9372
ALAV	β	-0,6515	-0,7511	-0,2625	-0,2718				
	t	-0,5807	-0,6597	-0,2552	-0,2602				
TAM	β	0,1606**	0,1620**	0,1637**	0,1652**	0,1591**	0,1603**	0,1625**	0,1639**
	t	3,0322	3,0199	3,0721	3,0539	3,0202	3,0023	3,0813	3,0624
TANG	β	-0,0115	-0,0154	-0,0119	-0,0161	-0,0117	-0,0156	-0,0120	-0,0161
	t	-0,9206	-1,2247	-0,9506	-1,2658	-0,9429	-1,2466	-0,9605	-1,2767
CRESC	β	-0,8937*	-0,8398*	-0,9469**	-0,8994*	-0,9514**	-0,9060**	-0,9676**	-0,9209**
	t	-1,9653	-1,8267	-2,0891	-1,9582	-2,1538	-2,0272	-2,1837	-2,0512
Estatística F		3,9004	3,4965	3,7436	3,2810	4,6554	4,1408	4,5374	3,9745
p		0,0020	0,0043	0,0027	0,0066	0,0010	0,0023	0,0012	0,0030
R ² Ajustado		0,1824	0,1611	0,1743	0,1493	0,1898	0,1676	0,1848	0,1601
Nº Obs.		79	79	79	79	79	79	79	79

Fonte: Os autores

Os resultados do ano 2006 evidenciam que uma maior concentração de ações de controle (ON_D1) e ações com direitos sobre o fluxo de caixa (TOT_D1) impacta negativamente sobre as práticas de governança corporativa. As empresas com maior concentração de controle e propriedade tendem a apresentar menor índice de qualidade das práticas de governança, sendo consistente com os resultados obtidos no ano anterior. O crescimento também influencia negativamente a qualidade das práticas de governança corporativa, corroborando com os estudos de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e Santos (2005).

Já o tamanho é uma variável endógena que influencia positivamente a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto. Nos resultados de Santos (2005), o tamanho apresentou uma relação negativa com o índice de governança, enquanto que nos resultados de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e de Silveira et al. (2007), o tamanho da empresa influencia positivamente o nível de governança corporativa.

Observa-se ainda que o desempenho, mensurado pelo retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2) influencia positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto não listadas em bolsa. Para as empresas brasileiras, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Santos (2005) e Silveira et. al (2007) também observaram uma relação positiva entre desempenho e governança corporativa.

A tabela 4 evidencia ainda que a alavancagem é determinante da qualidade das práticas de governança das empresas estudadas, corroborando com os resultados encontrados por Faccio et al. (2001) e Friedman et al. (2003), que observaram uma influência negativa da alavancagem sobre o nível de governança corporativa das empresas. Contrariamente a estes resultados, Chung (2000), Cho e Kim (2003), Black, Jang e Kim (2003) e Brown e Caylor (2004) encontraram uma associação positiva entre alavancagem e práticas de governança.

Já a tangibilidade influencia negativamente a qualidade das práticas de governança corporativa. Por outro lado, Silveira et al. (2007) encontraram uma relação positiva entre tangibilidade e práticas de governança corporativa.

5 Considerações Finais

O presente estudo teve por objetivo investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.

Das análises realizadas, algumas informações relevantes podem ser destacadas: a empresa com menor índice de governança (GCNL) obteve 3 pontos em 2005 e 4 pontos em 2006, e a empresa com maior índice 11 pontos para o primeiro ano e 12 pontos para o segundo; a pontuação média obtida foi de 7,10 e 7,58 para 2005 e 2006 respectivamente, com mediana igual a 7 em 2005 e 8 em 2006, indicando que a maior parte das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa apresentaram um bom nível de governança corporativa; em relação às variáveis de desempenho, verificou-se que o valor máximo do retorno sobre o ativo foi de 0,46 em 2005 e de 0,67 em 2006 para o ROA1, e para o ROA2 foi de 1,57 e 0,49, no primeiro e no segundo ano, respectivamente; quanto às variáveis de estrutura de propriedade, observou-se que as empresas brasileiras investigadas 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.

Na matriz de correlação, constatou-se que os sinais apresentados em todas as variáveis são consistentes com os sinais esperados. Em 2005, os resultados estatisticamente significativos mostram que o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (GCNL) apresentou correlação positiva com tamanho

da empresa e correlação negativa com tangibilidade. Já com os dados de 2006, os resultados estatisticamente significativos confirmam correlação positiva entre o tamanho da empresa e o índice GCNL, ao passo que também apresentam uma correlação negativa do índice com as variáveis de propriedade (ON_D1 e TOT_D1).

Em relação aos determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, observou-se ainda que maior concentração de ações de controle (ON_D1) e de ações com direitos sobre o fluxo de caixa (TOT_D1), maior tangibilidade e maiores perspectivas de crescimento impactam negativamente sobre as práticas de governança corporativa. Por outro lado, os resultados desta pesquisa evidenciaram que o desempenho, medido através do retorno sobre o ativo (ROA), e o tamanho são variáveis endógenas que influenciam positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto. Já a alavancagem, no ano de 2005, influenciou positivamente a qualidade das práticas de governança corporativa, e, no ano de 2006, apresentou influência negativa, permanecendo com o mesmo sinal nos modelos de cada ano, mas variando o sinal de um ano para o outro, sendo, portanto, consistente com os resultados apresentados na literatura.

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**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.

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

BLACK, B. 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

BLACK, B., JANG, H.; KIM, W. 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: 15 jun. 2008

BOVESPA. **IGC e o Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 28 jun. 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> Acesso em: 15 jun. 2008

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.

CHUNG, S. K. Analysis of governance structure of Korean companies. **Corporate Governance in Korea**, 2000.

CVM. **Cartilha de Governança**. Rio de Janeiro. Jan./ Jun. de 2002.

CVM. **ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 27 jun. 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 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

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

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

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 jun. 2008

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

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

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Ownership structures around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **COPPEAD/UFRJ Working Paper**, 2004.

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 (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 mar. 2008.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. Dissertação de Mestrado (Administração), São Paulo, FEA/USP, 2007.

SANTOS, J. F. **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, J. F.; LEAL, R. P. C. 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.

SILVEIRA, A. M. **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, 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> Acesso em: 15 jun. 2008