

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO: UM ESTUDO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO LISTADAS NA BOVESPA

MOISÉS ARAÚJO ALMEIDA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO

JOSÉTE FLORENCIO DOS SANTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO

LÚCIO FLÁVIO VIEIRA DE MEDEIROS FERREIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO

FERNANDO JOSÉ VIEIRA TORRES

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo investigar se existe relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, no período de 2003 a 2007. A amostra da pesquisa é composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007. A coleta de dados foi feita através do Sistema DIVEXT da CVM. Como *proxy* para determinar a qualidade das práticas de governança, foi utilizado o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas. O desempenho foi mensurado através do retorno sobre o ativo. A análise dos dados foi feita com o auxílio dos aplicativos estatísticos *E-Views 5.1* e *Statistica 7.0*. Foram empregadas técnicas econométricas de regressão linear múltipla. Os resultados mostram que, em relação à qualidade das práticas de governança, metade das empresas investigadas apresentou um bom nível de governança corporativa (com mediana superior a 7 pontos em todos os anos). Observou-se ainda que as práticas de governança influenciam positivamente o retorno sobre os ativos da empresa, sugerindo que empresas com melhores práticas tendem a apresentar melhor desempenho.

PALAVRAS-CHAVE: Governança Corporativa; Desempenho; Empresas de Capital Aberto.

1. INTRODUÇÃO

O termo tornou-se mais presente na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta, mas é atualmente motivo de discussão em diversas áreas. A governança corporativa tem sido discutida nas áreas de direito, economia, contabilidade e finanças, e envolve um amplo debate tanto no meio acadêmico quanto no ambiente empresarial.

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

empresas abertas que não possuem ações negociadas em bolsa.

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

Os escândalos promoveram reação imediata do mercado americano, onde foi criada a lei Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002, que tem como base princípios de governança corporativa e foca principalmente a responsabilidade penal da diretoria. Repleta de reformas para governança corporativa, divulgação e contabilidade, a nova Lei busca “reparar” a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e enfatizar mais uma vez a importância dos padrões éticos na preparação de suas informações financeiras (OLIVEIRA, 2006). Em resumo, a SOX busca proteção aos acionistas e à sociedade contra fraudes.

A partir das orientações da *Organisation for Economic Co-operation and Development* – OECD, muitos países desenvolveram seus códigos com princípios de melhores práticas de governança corporativa. Com eles espera-se que seja criado um ambiente favorável ao alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, por exemplo, e com isto abrandar os problemas de agência. 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.

O conceito de governança corporativa apresentado por Shleifer e Vishny (1997, p. 737) enfatiza os aspectos financeiros. Eles definem governança corporativa como “o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Por outro lado, a OECD (2008) define governança corporativa como um conjunto de relações entre a gerência corporativa e o conselho diretivo e demais grupos que possuam algum vínculo direto com a empresa. A estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, como dirigentes, acionistas e outras partes interessadas (*stakeholders*), e detalha as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere aos assuntos corporativos. Por isso, fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir estes objetivos e monitorar seu desempenho.

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

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

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

Segundo a OECD (2005), enquanto o debate sobre governança corporativa tem focado principalmente sobre as companhias listadas nos países com mercados de capitais desenvolvidos, os desafios da governança corporativa em empresas não listadas merecem atenção especial, sobretudo nos países onde os mercados de capitais são menos desenvolvidos. Enquanto há similaridades substanciais nos problemas imaginados para ambos os tipos de companhias, listadas e não listadas, a estrutura organizacional típica de companhias não listadas parecem demandar, em algumas instâncias, uma abordagem diferente daquela apresentada pelas empresas listadas.

Assim, algumas questões devem ser observadas: Como as boas práticas de governança estão sendo avaliadas pelos investidores? As empresas que se preocupam em adotar boas práticas de governança possuem melhor avaliação? As boas práticas de governança corporativa criam valor para os acionistas? As companhias que adotam boas práticas de governança obtêm melhor desempenho?

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

Tendo como pressuposto o referencial teórico sobre governança corporativa, a presente pesquisa busca responder à seguinte questão: *Qual o impacto das práticas de governança corporativa sobre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores?*

Pretende-se investigar se existe relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, no período de 2003 a 2007. 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 a existência de relação entre a qualidade da governança e desempenho dessas organizações. A pesquisa proposta será também uma contribuição para a discussão do tema no Brasil, haja vista a importância que a governança vem assumindo no ambiente acadêmico e empresarial.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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

Vários estudos buscaram avaliar o impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas (KAPPLER; LOVE, 2002; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; OKIMURA, 2003; BROWN; CAYLOR, 2004; LEAL; CARVALHAL-DASILVA, 2004; DEL BRIO; MAIA-RAMIREZ, 2006). Segundo Silveira (2004), a questão básica nas pesquisas sobre o tema é saber se o desempenho das empresas é determinado por

mecanismos internos ou externos de governança. O autor ainda ressalta que não existe um arcabouço teórico ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança corporativa influenciam de fato o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta.

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

Kappler e Love (2002) focaram suas atenções no papel da proteção legal junto aos investidores de diferentes países. Elas observaram que empresas de um mesmo país podem oferecer diferentes níveis de proteção aos investidores, com a adoção de mecanismos não especificados por lei, e que existe variação nos padrões de governança num mesmo país. Ainda constataram que existe relação entre os mecanismos de governança da empresa e o nível de proteção legal aos investidores. Como medida de mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa, as autoras utilizaram os *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), e verificaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor, ou seja, a governança em média é mais alta nos países com mais forte proteção legal.

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

Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004) utilizaram um *rating* de governança corporativa amplo, que foi construído baseado nas respostas de um *survey* enviado às empresas alemãs de capital aberto, tendo uma amostra composta por 91 empresas. Semelhantemente à Beiner et al. (2003), para qualificar a inclusão no *rating* de governança corporativa, cada prática tinha que referir-se a um elemento de governança que ainda não fosse legalmente exigido e era necessário que fosse considerada como uma das melhores práticas de governança corporativa no mercado internacional. No total, o *rating* envolve 30 *proxies* de governança corporativa e, da mesma forma que em Beiner et al. (2003), está dividido em cinco categorias: compromisso com governança corporativa, direitos dos acionistas, transparência, importância do conselho na administração e na supervisão, e, auditoria. Os princípios de construção do *rating* de governança são simples: primeiro, o mais alto nível de aceitação de uma variável *proxy* indica um movimento ativo da administração da empresa em ter melhorado seu sistema de governança; segundo, 25 pontos base foram adicionados para cada nível de aceitação da *proxy* respectiva na escala de resposta variando até cinco; e, para cada empresa o *rating* agregado é uma soma ponderada dos pontos base de todas as *proxies*, alcançando de 0 (mínimo) a 30 (máximo).

Com o objetivo de medir a qualidade da governança das empresas brasileiras, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) desenvolveram um índice de governança corporativa que conta

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

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

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

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

Utilizando diferentes índices, Black, Love e Rachinsky (2006) observaram que os índices *Brunswick*, *Troika*, *S&P Disclosure*, e *ICLG*, apresentam uma relação positiva e significativa, enquanto que *S&P Governance* e *RID* apresentaram coeficientes negativos e insignificantes com o desempenho. Assim, os autores enfatizam que alguns índices têm significativa capacidade de prever os valores de mercado das empresas russas; outros não. Eles também chamam a atenção para o método de estimação utilizado, visto que a relação entre os índices de governança e desempenho quando estimado por MQO, por vezes apresenta resultados com sinais invertidos e sem significância, se comparados com os resultados obtidos quando estimados com efeitos fixos. Com os dados de empresas da Rússia, os autores concluem que a governança prediz o valor de mercado da empresa com o modelo de efeitos fixos.

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

Outros fatores poderão influenciar o desempenho das empresas, entretanto estudos verificando o impacto da governança corporativa ainda não são conclusivos, principalmente para o segmento das empresas de capital aberto que não têm ações negociadas na Bovespa que ainda são incipientes.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Delineamento, Amostra e Coleta dos Dados da Pesquisa

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

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

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas abertas brasileiras não listadas em bolsa, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre o período de 2003 e 2007, com patrimônio líquido maior que zero e que divulgaram informações para as variáveis investigadas. O universo da pesquisa é composto por: 155 empresas em 2003, 174 empresas em 2004, 118 empresas em 2005, 223 empresas em 2006, e, 85 empresas em 2007, e a amostra da pesquisa foi composta por 120 empresas em 2003, 53 empresas em 2004, 94 empresas em 2005, 79 empresas em 2006 e 64 empresas em 2007. Vale observar que houve uma grande oscilação no número de empresas da amostra, sendo 2004 o ano que apresentou o menor número de empresas abertas não listadas com patrimônio líquido positivo, que também foi o ano em que a CVM cancelou o registro de uma grande quantidade de empresas.

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

3.2. Tratamento dos Dados e Variáveis Estudadas

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

Baseado nos trabalhos anteriores, busca-se verificar a influência da adoção de

melhores práticas de governança corporativa sobre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. As variáveis de desempenho são utilizadas como variáveis dependentes (alternadamente) e como variáveis explicativas são utilizadas variáveis de governança, bem como algumas variáveis de controle que podem interferir nesta relação.

Para verificar a relação entre governança e desempenho, além da análise pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), será feita a análise de dados em painel, a qual envolve uma avaliação conjunta de dados em cortes transversais observados também no tempo. As principais vantagens deste tipo de estimação são controle da heterogeneidade individual, aumento da eficiência pelo maior número de observações, incorporação da análise temporal e melhoria da especificação dos modelos. Em contrapartida, as limitações estão relacionadas aos problemas de abrangência, cobertura e sistematicidade dos dados, que se tornam mais complexos neste tipo de estimação (BALTAGI, 2004). Nesse sentido, será utilizado o seguinte modelo:

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

(Equação 1)

Onde:

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

Entretanto, a relação entre governança corporativa e desempenho pode enfrentar problemas de causalidade reversa. Considerando esta possibilidade, conforme recomenda os estudos anteriores, também serão estimados sistemas de equações através do modelo SUR (equações aparentemente não relacionadas, do inglês *Seemingly Unrelated Regression*), conforme segue:

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

(Equação 2)

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

As variáveis que serão utilizadas neste estudo deverão ser operacionalizadas conforme a seguir.

i. Qualidade das Práticas de Governança Corporativa

Como *proxy* para determinar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas não listadas em bolsa, nesta pesquisa será utilizado o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (*IGCNL*),

baseado no questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares, que adaptou o questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) desenvolvido para as empresas listadas em bolsa. O índice será calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança de 0 a 14. O índice construído contempla três dimensões para a avaliação das práticas de governança: transparência (5 questões), composição e funcionamento do conselho (4 questões), e, controle e conduta (5 questões). Na dimensão transparência foram verificados os seguintes quesitos: elaboração dos relatórios financeiros dentro do prazo legal, contabilização segundo normas internacionais, 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 e existência de acordos de acionistas.

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

ii. Retorno sobre o ativo (ROA): variável de desempenho, operacionalizada como sendo o lucro operacional sobre o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social. Alternativamente, será utilizado o retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL), obtido através do quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.

iii. Alavancagem (ALAV): definida pelo quociente entre a dívida financeira total e o ativo total da empresa, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

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

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

vi. Crescimento (CRESC): calculado através da média de crescimento das vendas dos últimos três anos.

vii. Idade (IDADE): representa a idade das empresas, sendo aproximada pelo logaritmo natural do tempo em que a empresa é registrada como empresa aberta na CVM, por ser um dado disponível.

viii. Taxa de investimento (TINV): definida como o quociente entre o valor dos investimentos e o ativo imobilizado bruto, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

3.3. Limitações da Pesquisa

Diversos estudos enfatizam o impacto que a governança pode ter sobre o desempenho, conforme foi apresentado no referencial teórico. Entretanto, este efeito causal pode apresentar problemas econométricos como destacado por Börsch-Supan e Köke (2000): causalidade reversa; omissão de variáveis; seletividade da amostra; e, erro de mensuração das variáveis. Ao enfrentar problemas econométricos (potenciais vieses de estimação) desta natureza, torna-se difícil identificar a influência da governança corporativa sobre o desempenho das empresas. Para evitar regressões com resultados espúrios e solucionar os problemas de endogeneidade, os pesquisadores recomendam o emprego de sistemas de equações simultâneas, a fim de investigar a influência dos diferentes mecanismos de controle sobre o desempenho da empresa (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; BEINER et al., 2003; DROBETZ; GUGLER; HIRSCHVOGL, 2004; BLACK; JANK; KIM, 2003). Quando se utiliza sistemas de equações simultâneas, em vez de modelos de equações simples, a relação entre governança e desempenho passa a ser consideravelmente menos significativa (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; CHO, 1998; BØHREN; ØDEGAARD, 2003). Neste estudo foi empregado um sistema de equações aparentemente não relacionadas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para as variáveis que serão utilizadas neste estudo, no sentido de buscar verificar os efeitos da qualidade das práticas de governança corporativa sobre o desempenho das empresas de capital aberto não listadas em bolsa, estão apresentadas as estatísticas descritivas das principais variáveis utilizadas para o ano de 2007, na tabela a seguir.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis (2007)

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

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
IGCNL	6,8	7,0	4,0	10,0	1,4
ROA	0,02	0,01	-0,57	0,35	0,12
ALAV	0,33	0,27	0,00	1,00	0,28
CRESC	0,10	0,06	-5,05	2,46	0,80
IDADE	10,9	9,5	0,1	38,1	10,0
TAM	12,1	12,6	3,9	18,3	3,2
TANG	3,35	0,17	0,00	74,90	10,55
TINV	0,56	0,00	0,00	22,29	2,97

Fonte: Os autores

Os resultados de 2007 mostram que metade das empresas de capital aberto brasileiras que não atuam na Bovespa, apresentaram um bom nível de governança corporativa com mediana superior a 7 pontos, embora a pontuação máxima atingida tenha sido 10 pontos. Em relação à variável de desempenho, destaca-se que, mesmo após ter excluído as empresas com patrimônio líquido negativo, alguns resultados do retorno sobre o ativo (ROA) sofreram influência das empresas que tiveram prejuízo no resultado do exercício, apresentando valores negativos. Nas variáveis de controle pode ser observado que o percentual de dívidas de longo prazo em relação ao total do ativo (alavancagem) é de 33%, em média, e o crescimento médio atingiu 10%. A média de idade das empresas investigadas é 10,9 anos. O quociente entre ativo imobilizado e receita operacional líquida (tangibilidade) em metade dessas empresas é

superior a 17% e a taxa de investimento média é de 56%. Por apresentar resultados similares, as estatísticas descritivas dos demais anos foram omitidas.

Em seguida, foram investigadas as correlações entre as principais variáveis utilizadas neste estudo. Os resultados são apresentados na matriz de correlação a seguir na tabela 2. Os sinais apresentados nas correlações entre o índice IGCNL e as demais variáveis são consistentes com os sinais esperados. Embora não tenha significância estatística, o índice IGCNL apresentou correlação positiva com o retorno sobre o ativo (ROA). Destaca-se que o tamanho da empresa (TAM) apresentou correlação positiva e significativa com a alavancagem (ALAV), razão pela qual será omitido em alguns dos modelos que serão estimados, a fim de testar a consistência dos resultados. As matrizes de correlações também foram elaboradas para os demais anos, que não foram apresentadas por possuírem resultados similares a estes.

Para investigar se existe relação entre práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3.2. Inicialmente, os modelos foram estimados para cada ano isoladamente, com a utilização do método de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os resultados de 2007 são apresentados na tabela 3 e dos demais anos serão apresentados de forma resumida ao final desta seção.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis (2007)

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

Variáveis	IGCNL	ROA	ALAV	CRESC	IDADE	TAM	TANG	TINV
IGCNL	1							
ROA	0,17	1						
ALAV	0,18	0,05	1					
CRESC	-0,15	-0,24	0,12	1				
IDADE	-0,34	-0,15	-0,04	-0,03	1			
TAM	0,23	0,18	0,44	0,15	0,08	1		
TANG	-0,08	-0,12	0,24	-0,01	0,13	0,08	1	
TINV	0,04	0,01	0,20	0,16	-0,13	0,23	-0,04	1

Fonte: Os autores

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

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

Ainda observando os dados de 2007, a influência das variáveis crescimento, idade, tangibilidade e taxa de crescimento sobre o desempenho é negativa, corroborando com os estudo de Black, Jang e Kim (2003). Entretanto, esperava-se que a relação entre o

desempenho e o crescimento fosse positiva (DURNEV; KIM, 2002; BEINER et al., 2003; BLACK; LOVE; RACHINSKY, 2006).

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

Algumas observações são destacadas dos modelos de regressão estimados para os demais anos (2003 a 2006) no que diz respeito à relação entre governança e desempenho. O indicador de qualidade das práticas de governança corporativa influencia positivamente o desempenho da empresa, reforçando o argumento de que empresas com melhores práticas de governança apresentam melhor desempenho. Por outro lado, as variáveis grau de alavancagem, taxa de crescimento, idade, tangibilidade e taxa de investimento, inverteram o sinal de sua influência sobre o desempenho de um ano para outro.

Tabela 3 – Relação entre desempenho e práticas de governança corporativa (2007)

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

		ROA			
Variáveis Independentes		(I)	(II)	(III)	(IV)
Constante	β	0,0411	0,0654	0,0415	0,0392
	t	0,2922	0,4596	0,2955	0,2817
IGCNL	β	0,0001	0,0053	0,0012	0,0003
	t	0,0128	0,4624	0,1044	0,0272
ALAV	β	-0,0015	0,0356	-0,0157	-0,0029
	t	-0,0246	0,6352	-0,2757	-0,0496
CRESC	β	-0,0395**	-0,0351*	-0,0387**	-0,0399**
	t	-2,1238	-1,8713	-2,0880	-2,1746
IDADE	β	-0,0157	-0,0108	-0,0167	-0,0153
	t	-1,2431	-0,8668	-1,3295	-1,2348
TAM	β	0,0091*		0,0091*	0,0089*
	t	1,7477		1,7541	1,7514
TANG	β	-0,0013	-0,0013		-0,0013
	t	-0,9233	-0,9149		-0,9171
TINV	β	-0,0011	0,0005	-0,0008	
	t	-0,2184	0,0961	-0,1491	
Estatística F		1,4239	1,1120	1,5230	1,6813
p		0,2142	0,3669	0,1872	0,1423
R ² Ajustado		0,0450	0,0106	0,0474	0,0609
N° Obs.		64	64	64	64

Fonte: Os autores

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

Os resultados dos sistemas de equações utilizando o modelo SUR demonstram melhores práticas de governança corporativa impactam em melhor desempenho, assim como melhores desempenhos impactam na adoção de melhores práticas de governança. Confirma-se que empresas com menor tangibilidade tendem a apresentar melhores práticas de governança e melhor desempenho.

A variável tamanho impacta positivamente a governança e o retorno dos ativos, sugerindo que as empresas maiores adotam melhores práticas e têm melhores retornos. Por outro lado, o grau de alavancagem impacta ora positivamente ora negativamente sobre a variável de desempenho. Já a taxa de crescimento impacta negativamente sobre as práticas de governança e apresenta uma relação indefinida com o desempenho. Da mesma forma, a idade mudou o sinal nos anos analisados, não permitindo afirmar o sentido de sua influência sobre o desempenho.

Tabela 4 – Relação entre desempenho e práticas de governança corporativa (modelo SUR)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), tangibilidade (TANG), crescimento (CRESC), tamanho (TAM) e idade (IDADE). A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões

robustas utilizando o método SUR (*Seemingly Unrelated Regression*). Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

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

Fonte: Os autores

Para controlar os problemas de endogeneidade entre as variáveis na relação entre práticas de governança e desempenho, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) sugerem utilizar dados em painel. Neste sentido, para efeitos de comparação, foram feitas estimações com a utilização dos modelos de estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), dados em painel com efeitos fixos variantes no tempo (EFV), dados em painel com Efeitos Fixos Invariantes no tempo (EFI) e dados em painel com Efeitos Aleatórios (EA). Para selecionar o modelo de painel a ser utilizado, foi feito o teste de Hausman, cujos resultados indicaram que deveria ser utilizado dados em painel com efeitos fixos variantes no tempo. Os resultados das estimações são apresentados na tabela 5.

A análise dos dados em painel com efeitos fixos mostra que o índice de governança influenciam positivamente todas as variáveis de desempenho, sendo consistente com os resultados anteriores estimados para cada ano individualmente pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Por outro lado, observou-se que as variáveis alavancagem, crescimento, idade e tangibilidade impactam negativamente sobre as medidas de desempenho. E ainda, em relação ao tamanho e a taxa de investimento, não é possível dizer o sentido da influência sobre o desempenho, haja vista que esta variável não apresentou resultados robustos nos modelos estimados.

Tabela 5 – Relação entre desempenho e práticas de governança corporativa (painel com efeito fixo)

As variáveis investigadas foram o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa (IGCNL), retorno sobre o ativo (ROA), alavancagem (ALAV), crescimento (CRESC), idade (IDADE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV). A caracterização operacional das variáveis utilizadas é apresentada na seção 3.4. A amostra é composta por 25 empresas, com 125 observações entre 2003 e 2007. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros

estimados (β) e da estatística t , respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas utilizando o modelo de análise dos dados em painel com efeitos fixos variante no tempo. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. **, *, representam valores estatisticamente significativos a 5% e a 10%, respectivamente.

Variáveis Independentes		ROA	RSPL
Constante	β	-0,0214	0,1472
	t	-0,2227	0,2320
IGCNL	β	0,0043	0,0296
	t	0,9299	0,9599
ALAV	β	-0,0730**	-0,3490**
	t	-3,4068	-2,4616
CRESC	β	-0,0171	-0,0091
	t	-1,4872	-0,1196
IDADE	β	0,0077	-0,0381
	t	0,7983	-0,5982
TAM	β	-0,0008	0,0134
	t	-0,3347	0,8449
TANG	β	-0,0011**	-0,0198
	t	-2,2107	-5,7797
TINV	β	0,0115	-0,0105
	t	1,1786	-0,1618
Estatística F		3,3444	5,1126
p		0,0005	0,0000
R² Ajustado		0,1722	0,2673
Nº Obs.		125	125

Fonte: O autor

A tabela 6 apresenta um resumo dos efeitos da relação entre o desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa.

Os resultados apresentados na tabela 6 indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o retorno sobre os ativos da empresa, confirmando a hipótese de que melhores práticas de governança impactam em melhor desempenho. As demais variáveis de controle, grau de endividamento (ALAV), taxa de crescimento (CRESC), idade, tamanho da empresa (TAM), tangibilidade (TANG) e taxa de investimento (TINV), inverteram o sinal ao longo do período analisado, não permitindo saber o sentido de suas influências sobre o desempenho.

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

Tabela 6 – Relação entre as variáveis de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa (resumo)

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

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

Fonte: Os autores

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo investigar se existe relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa de valores, no período de 2003 a 2007.

Quanto à qualidade das práticas de governança corporativa, observou-se que metade das empresas investigadas apresentou um bom nível de governança corporativa (com mediana superior a 7 pontos em todos os anos).

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

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

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

6. REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, n. 3, Setembro, 1996.
- ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance*, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.
- BALTAGI, Badi H. *Panel Data: Theory and applications*. Nova York: Springer Verlag, 2004.
- BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M.; ZIMMERMAN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. *Working Paper 09-03*, WWZ, 2003. Disponível em: <<http://www.wwz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/09-03.pdf>> Acesso em: 15 jun. 2008
- 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. e 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: 22 mar. 2008.

BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, v. 7, p. 361-379, 2006.

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

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

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

BRASIL. *Lei nº 10.303/01*, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm> Acesso em: 22 mar. 2008.

BRASIL. *Lei nº 6.404/76*, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 22 mar. 2008.

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

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Ownership, control valuation and performance of Brazilian corporations. *Virtus Enterprise*, v. 4, n. 1, p. 300-308, Fall, 2006.

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

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

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, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318719> Acesso em: 15 jun. 2008

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

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.

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 – 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.

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

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*. 55 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, R. V. A Lei Sabanes-Oxley como nova motivação para mapeamento de processos nas organizações. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 26, 2006, Fortaleza. *Anais...* Fortaleza: ENEGEP, 2006. CD-ROM.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Corporate Governance*. Disponível em:

http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html> Acesso em: 22 mar. 2008.

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

SANTOS, J. F. *Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa*. 143 f. Tese (Doutorado em Administração) – COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 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, 7., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: SBFIn, 2007. CD-ROM.

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

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; 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: 22 mar. 2008.

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