

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

Rafael Veneza Quimas Macedo

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DE EMPRESAS ABERTAS
NÃO-LISTADAS EM BOLSA: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO

Dissertação de Mestrado em Administração

Orientador: Prof. André Luiz Carvalho da Silva
(COPPEAD / UFRJ)

RIO DE JANEIRO

2010

Rafael Veneza Quimas Macedo

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DE EMPRESAS ABERTAS
NÃO-LISTADAS EM BOLSA: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro

2010

Macedo, Rafael Veneza Quimas

Governança Corporativa e Desempenho de Empresas Abertas Não-Listadas em Bolsa: Evidências do Mercado Brasileiro / Rafael Veneza Quimas Macedo – 2010

36 f.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2010.

Orientador: André Luiz Carvalho da Silva.

1. Finanças. 2. Governança Corporativa. 3. Desempenho. 4. Empresas Não-Listadas - Teses. I. Carvalho da Silva, André Luiz (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título

Rafael Veneza Quimas Macedo

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DE EMPRESAS ABERTAS
NÃO-LISTADAS EM BOLSA: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Aprovada por:

_____ Orientador

Prof. André Luiz Carvalhal da Silva, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

Prof. Margarida Maria G. P. Sarmiento Gutierrez, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

Prof. Marcelo Verdini Maia, D. Sc. (PUC-RIO)

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador André Luiz Carvalhal da Silva pela orientação e conhecimentos transmitidos que possibilitaram a elaboração deste trabalho.

Ao corpo docente do Coppead, pelas horas de dedicação e por todo o conhecimento que me foram transmitidos durante o mestrado.

Aos funcionários do Coppead, por todo seu apoio aos mestrandos. Em especial à Cida, Lucianita e Simone, pessoas que estão sempre dispostas a nos ajudar em tudo que precisarmos.

Aos amigos de Coppead Cesar e Lior, por todo o apoio.

À minha família, que sempre esteve ao meu lado.

À minha noiva Fabiana, por tudo.

RESUMO

MACEDO, Rafael Veneza Quimas. **Governança Corporativa e Desempenho de Empresas Abertas Não-Listadas em Bolsa: Evidências do Mercado Brasileiro.** Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

Estudos que relacionam índices de governança corporativa (IGCs) com o desempenho de empresas já são relativamente comuns no meio acadêmico. No entanto, restringem-se à análise de empresas listadas em bolsa, principalmente em função da facilidade na obtenção de dados. Já as empresas de capital aberto não-listadas em bolsa têm sido excluídas de quase a totalidade desses estudos em função da dificuldade na coleta desses dados, apesar de representarem uma parcela significativa das empresas de capital aberto.

A literatura internacional é carente de estudos que relacionem índices de governança corporativa de empresas não-listadas com seus desempenhos contábeis, não tendo sido encontrados, até o momento, qualquer pesquisa a esse respeito. No Brasil, somente um estudo foi identificado, porém restringiu-se à análise de empresas familiares e baseando-se em dados de apenas um ano.

O objetivo dessa dissertação é calcular um índice de governança corporativa para empresas não-listadas na BM&FBovespa, ao longo de 7 anos, e relacioná-lo ao desempenho contábil das mesmas. Além disso, comparamos tais resultados com os das empresas listadas. Isso torna a presente pesquisa inédita no Brasil, por sua abrangência, trazendo grande contribuição à literatura sobre governança.

Os resultados indicam que empresas não-listadas possuem maior concentração de controle e de propriedade do que empresas listadas. Também foi observado que a governança das empresas listadas é melhor do que a das não-listadas. No entanto, quando excluimos do grupo das empresas listadas as firmas constantes do N1, N2 e NM, notamos que as empresas listadas no mercado tradicional têm piores práticas de governança do que as empresas não-listadas. Além disso, os resultados indicam que o desempenho é influenciado positivamente pelo IGC, tanto para empresas listadas quanto não-listadas.

Palavras-chave: governança corporativa, desempenho, empresas não-listadas.

ABSTRACT

MACEDO, Rafael Veneza Quimas. **Governança Corporativa e Desempenho de Empresas Abertas Não-Listadas em Bolsa: Evidências do Mercado Brasileiro.** Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

Research relating a corporate governance index (CGI) with firm performance is relatively common in the academic literature. Yet, they are focused on the analysis of listed companies, mainly related to the easy access to data. On the other hand, non listed companies have been excluded from almost every research according to the complexity and demanded effort to collect data, despite the fact they represent a significant portion of the public companies.

International literature lacks studies relating non listed company's corporate governance index with its performance. So far, none was found. In Brazil, only one research was identified, however focused on families' non listed companies and based only in one year of data.

The goal of this dissertation is to calculate a corporate governance index for non listed companies in Brazil from 2001 to 2007, relating it to firm performance and also comparing these results with those from listed companies. This research is unique in Brazil, for its coverage, bringing a great contribution to the corporate governance literature.

Results indicate that non listed companies have a larger concentration of control and property than listed companies. The corporate governance index of listed companies is better than the index of non listed companies. However, when we delete firms listed on N1, N2 and NM, we find that listed firms have worse governance than non listed firms. Further, our results indicate a positive relation between performance and governance, both for listed and non listed companies.

Keywords: corporate governance, performance, non-listed companies.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REVISÃO DA LITERATURA	11
3	DADOS E METODOLOGIA	16
3.1	Dados	16
3.2	Metodologia	18
3.2.1	Propriedade e Controle.....	18
3.2.2	Índice de GC aplicado às empresas não-listadas (IGC-NL).....	19
3.2.3	Relação entre GC e Desempenho das ENL	22
4	RESULTADOS.....	22
4.1	Sobre a Base de Dados CVM	23
4.2	Estatísticas Básicas e Testes de Médias	24
4.3	Análises de Painel.....	29
5	CONCLUSÕES.....	32
6	REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	34
	APÊNDICE - EVOLUÇÃO ANUAL DO IGC-NL E DO IGC-L POR PERGUNTA.....	36

1 INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa é, atualmente, objeto de diversos estudos no meio acadêmico e discussões por profissionais ligados ao mercado. Uma das perguntas que todos tentam responder é se efetivamente a adoção de melhores práticas de governança traduz-se em um melhor desempenho para as empresas. Como o desempenho pode ser avaliado a partir de diversos aspectos, alguns estudos procuram verificar as relações entre a governança e a estrutura de controle, outros sobre o desempenho e o valor de mercado, porém, estes vêm sendo feitos, em sua maioria, para empresas de capital aberto cujas ações são negociadas em bolsa, como pode ser visto em Klapper e Love (2004), Black et al. (2007) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2007).

A conclusão de muitos desses estudos é a de que realmente existe uma relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e desempenho. No Brasil, poucos estudos abordam tal tema, sendo que, assim como em outros países, retratam quase que exclusivamente a realidade das empresas com dados na BM&FBovespa (SILVEIRA et al., 2003; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2007; CARVALHO, 2003).

É comum imaginarmos que tais estudos, baseados em empresas que possuem dados divulgados em bolsa, representem a realidade do mercado das empresas de capital aberto. Porém, ainda existe uma parcela bastante significativa de empresas brasileiras de capital aberto que não constam nos principais estudos realizados sobre o tema. Tratam-se das empresas de capital aberto não-listadas em bolsa. Assim como as listadas, elas devem possuir registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e publicar anualmente seus demonstrativos financeiros.

Em se tratando de empresas de capital aberto, porém não-listadas em bolsa, ainda se conhece muito pouco sobre as suas relações com o desempenho, principalmente no que diz respeito às questões de governança corporativa no Brasil. A pergunta que surge então é o porquê de praticamente não existirem estudos sobre tais empresas. A resposta é simples e de fácil compreensão. Os dados públicos dessas empresas, divulgados pela CVM, tanto cadastrais quanto financeiros (contábeis), não compõem uma base de dados bem organizada e referenciada de modo a permitir consultas automáticas. Qualquer análise que se queira fazer exigirá

um imenso esforço humano para coletar cada dado desejado individualmente e que encontram-se dispersos na base de dados.

Até o momento foi encontrada apenas uma pesquisa empírica abordando esta parcela de empresas no mercado brasileiro. O estudo de Florêncio-dos-Santos (2005) procura relacionar a governança corporativa de empresas brasileiras de capital aberto listadas e não-listadas em bolsa. Porém, sua análise concentra-se apenas em empresas familiares e restringe-se ao ano de 2003. Portanto, pode-se afirmar que o tema ainda é bastante carente de estudos que o abordem de uma forma mais abrangente, o oposto do que é observado na literatura sobre empresas listadas.

Os fatos até então relatados corroboram com a necessidade da realização do presente estudo, que visa relacionar a evolução da governança corporativa de empresas brasileiras não-listadas na BM&FBovespa com a governança de empresas listadas, além de relacioná-la com seu desempenho contábil. Para tanto, foram coletados dados desse tipo de empresa ao longo de 07 anos (2001-2007). Essas empresas também foram classificadas em relação às suas práticas de governança corporativa e comparadas com as empresas listadas. Por fim, foi analisado o impacto da evolução das práticas de governança de empresas não-listadas em seu desempenho contábil.

Deste modo, pelo ineditismo desse tipo de estudo na literatura internacional e nacional (neste último quanto à sua abrangência), espera-se contribuir para a literatura sobre governança corporativa, principalmente com sua relação entre empresas não-listadas em bolsa, que permanecem sendo bastante representativas no mercado brasileiro.

Os resultados encontrados demonstram que empresas não-listadas efetivamente possuem maior concentração de controle e de propriedade do que empresas listadas. Também foi possível concluir que a governança das empresas listadas é melhor do que a das não-listadas. No entanto, quando excluímos do grupo das empresas listadas as firmas constantes do N1, N2 e NM, notamos que as empresas listadas no mercado tradicional têm piores práticas de governança do que as empresas não-listadas. Além disso, os resultados indicam que o desempenho é influenciado positivamente pelo IGC, tanto para empresas listadas quanto não-listadas.

O presente estudo inicia-se com uma revisão da literatura sobre o tema abordado (capítulo 2). Em seguida é explicada a forma de coleta dos dados e apresentada a metodologia de trabalho (capítulo 3). Na seqüência, mostram-se os resultados obtidos (capítulo 4) e finaliza-se com as conclusões (capítulo 5).

2 REVISÃO DA LITERATURA

Os resultados de Berle e Means (1932) sobre os conflitos resultantes da separação entre a propriedade e o controle nas empresas vêm sendo questionados ao longo do tempo. Apesar dos autores defenderem uma tendência das grandes empresas americanas em ter seu capital pulverizado nas mãos de pequenos acionistas, estudos mais recentes sugerem que tal previsão estava incorreta. Grandes acionistas controlam um número substancial de empresas até mesmo nos países mais ricos.

La Porta et al. (1998) estudaram a propriedade e o controle de empresas em diversos países desenvolvidos. Eles concluíram que apenas uma pequena parcela de empresas efetivamente possui seu capital pulverizado, salvo em economias com políticas eficientes de proteção aos acionistas. Identificaram que a maioria das empresas é controlada por grupos familiares ou pelo Estado, e que acionistas controladores geralmente possuem direitos de controle que excedem seus direitos sobre a propriedade. Para tanto, utilizam estruturas em pirâmides, ou seja, mantêm controle de uma empresa de capital aberto através de outra empresa que é a controladora (holding), e fazem distinção entre os direitos sobre os fluxos de caixa (propriedade) e os direitos de voto para manter o controle.

Pesquisas posteriores relatam a importância da governança corporativa no desenvolvimento de mercados emergentes e sugerem uma relação empírica entre a governança e o desempenho das empresas. Os resultados indicam que uma melhor governança corporativa está associada a um melhor desempenho e em uma melhor avaliação de mercado. La Porta et al. (2000) analisaram a influência da proteção ao investidor, da propriedade e do controle na avaliação das empresas. Eles concluíram que uma melhor proteção aos acionistas está associada a uma melhor avaliação de mercado. Quando os direitos dos acionistas são mais protegidos por leis, investidores externos estão dispostos a pagar mais por ativos financeiros.

Gompers et al. (2003) criaram um índice de governança corporativa para 1.500 empresas americanas contendo 24 itens que podem ser obtidos publicamente e de forma objetiva. Cada um dos seus itens do índice é uma variável *dummy*. O índice é uma soma simples de tais variáveis. Eles concluíram que maiores direitos dos acionistas estão associados com uma maior avaliação de mercado, e essa relação aumenta ao longo da década de 1990. Concluíram também que práticas de governança corporativa favoráveis aos acionistas estão positivamente relacionadas ao lucro e ao aumento nas vendas.

Claessens et al. (2000) investigaram os proprietários e os controladores das empresas do Leste Asiático. Eles avaliaram o uso de ações sem direito a voto, de estruturas em pirâmides e ações cruzadas entre empresas, a presença de controladores únicos e múltiplos e a presença de acionistas controladores com posições na alta diretoria das empresas. Seu estudo mostra que a maioria das empresas do Leste Asiático é controlada por um único acionista, que geralmente é composto por um grupo familiar. Segundo eles, estruturas em pirâmide e ações cruzadas entre empresas são comuns. Por outro lado, o uso de ações de mais de um tipo é incomum. Eles descreveram uma importante separação entre o controle e a propriedade, o que é mais observado entre empresas cujo controle está nas mãos de grupos familiares ou de empresas menores.

Em estudos seguintes, Claessens et al. (2002) concluem que a concentração do controle afeta negativamente a avaliação da empresa, enquanto que a concentração da propriedade a afeta de forma positiva. Em um estudo semelhante, Faccio e Lang (2002) analisaram a propriedade e o controle na Europa e relataram que as famílias são o tipo mais comum de acionistas controladores e que existe uma importante separação entre a propriedade e o controle nessas empresas, principalmente pelo uso de estruturas em pirâmide e de ações cruzadas entre grupos empresariais. Eles verificaram que empresas com controle familiar expropriam a riqueza dos seus acionistas não-controladores.

Barontini e Siciliano (2003) analisaram se o risco de expropriação do acionista minoritário está relacionado com os retornos de mercado e com o Q de Tobin (razão entre o valor de mercado das ações e dívidas pelo custo de reposição dos ativos) em uma amostra de empresas italianas de capital aberto entre 1991 e 2000. Eles utilizaram variáveis *dummy* para representar o risco de expropriação. Suas variáveis *dummy* foram associadas à proporção de direitos de voto pelo acionista controlador

e à propriedade de grandes investidores externos, assim como da presença de estruturas em pirâmide e de ações sem direito a voto, que seria uma maneira de aumentar seu direito de controle sem ter que aumentar seu capital na empresa. Eles descobriram que não há relação entre os retornos de mercado e o risco de expropriação e concluíram que há consistência com a racionalidade dos investidores, que descontam antecipadamente os preços das ações pelo risco de expropriação, como retratado por Jensen e Meckling (1976). Eles também descobriram que o Q de Tobin é menor para empresas que apresentam um alto risco de expropriação, principalmente se são grupos empresariais ou se são controlados pelo Estado ou por grupos familiares.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os acionistas controladores podem tentar expropriar os demais acionistas por meio de um desempenho aquém do que seria normalmente esperado. Eles também identificaram que as estruturas de propriedade das empresas familiares são estáveis e que é comum a presença de grandes acionistas nas mesmas. Para eles, a presença de acionistas controladores pode ser prejudicial às empresas, pois seus interesses podem não estar alinhados com os dos acionistas não-controladores. No entanto, a presença de acionistas controladores nem sempre será prejudicial. Grandes acionistas podem mitigar o problema da falta de supervisão do corpo gerencial e ainda reduzir os custos de agência. La Porta et al. (1998) afirmam que, em países nos quais a lei e sua aplicação não oferecem proteção suficiente aos investidores externos, a concentração de propriedade pode reduzir os conflitos entre acionistas.

Klapper e Love (2004) estudaram diversas empresas em países emergentes, inclusive o Brasil, e constataram que existe uma relação positiva e significativa entre desempenho e governança corporativa. As empresas com melhores índices de governança foram mais bem avaliadas pelo mercado e eram mais lucrativas, apesar de possuírem uma estrutura de propriedade mais concentrada num ambiente legal que oferece pouca proteção ao investidor.

Himmelberg et al. (1999) afirmam que deve haver um problema de endogenia quando medidas de desempenho são relacionadas com aproximações de boas práticas de governança corporativa, como a concentração de controle e de propriedade ou um índice de governança corporativa. Klapper e Love (2004) utilizam o exemplo de empresas com grande potencial de crescimento. Para financiá-lo, os executivos podem decidir investir em melhores práticas de governança corporativa, o

que agradaria aos investidores e levaria a um aumento no Q de Tobin da empresa, assim como em um aumento simultâneo em seu índice de práticas de governança. Dessa forma, em um determinado momento, poderia haver uma relação positiva entre o Q de Tobin e o índice de práticas de governança.

Himmelberg et al. (1999) afirma que, em uma análise *cross-section* padrão, é difícil identificar se há uma relação de causalidade entre o desempenho e as práticas de governança ou se eles simplesmente estão sendo influenciados por outros fatores não observados. Para mitigar tal problema, sugerem a utilização de dados em painel, com procedimentos de efeitos fixos ou primeiras diferenças, uma vez que leva em consideração a componente não observável de heterogeneidade dos dados.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) afirmam que, no Brasil, a pulverização do capital é incomum, e consideram que os conflitos entre os acionistas controladores e os investidores externos são os mais relevantes. Eles criaram um índice de governança corporativa baseado em um questionário de 24 perguntas, que podem ser respondidas objetivamente baseando-se em informações públicas das empresas. Após avaliar as empresas listadas na BM&FBovespa, concluíram que elas têm melhorado suas práticas de governança ao longo dos anos. Além disso, encontraram evidências de que, no Brasil, há grandes níveis de concentração de controle nas empresas listadas em bolsa, através do uso de estruturas de controle indireto e de ações sem direito a voto. Também observaram que há uma relação positiva entre boas práticas de governança e o desempenho nessas empresas.

A OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) realizou, em 2005, um encontro internacional sobre governança corporativa de empresas não-listadas. Os artigos apresentados no encontro discutiram, em sua maioria, aspectos qualitativos da governança corporativa de empresas não-listadas e formas de estimular a adoção de melhores práticas (entre eles fatores políticos e legais). No entanto, até o presente momento, não foi encontrada, na literatura internacional, estudos que sugerissem um índice de governança corporativa para empresas de capital aberto não-listadas em bolsa, muito menos relacionando-o ao seu desempenho.

No Brasil, Florêncio-dos-Santos (2005) investigou as práticas de governança de empresas brasileiras abertas familiares não-listadas em bolsa, no ano de 2003, e as comparou com as práticas das empresas familiares listadas. Seu índice de governança corporativa é uma forma reduzida do índice criado por Leal e Carvalhal-

da-Silva (2007), adaptando-o à realidade das empresas não-listadas em bolsa (reduzindo-o de 24 para 16 perguntas). Ela também analisou os graus de concentração de controle e de propriedade nesse tipo de empresa. Sua conclusão foi a de que empresas brasileiras familiares não-listadas possuem um alto grau de concentração, tanto de controle quanto de propriedade. Também avaliou que as práticas de governança nas empresas familiares não-listadas é estatisticamente inferior às das empresas familiares listadas. Além disso, concluiu que há uma relação positiva entre as práticas de governança das empresas familiares não-listadas e o seu desempenho. Já sobre a utilização de estruturas de controle indireto nas empresas abertas familiares não-listadas em bolsa, que poderia gerar conflitos de agência entre acionistas minoritários e as famílias controladoras, observou não ser uma prática comum no país.

O estudo das práticas de governança corporativa é um tema bastante pesquisado e, até mesmo no Brasil, já existem estudos em destaque (Leal e Carvalhal-da-Silva, 2007). Porém, sua grande maioria aborda somente empresas de capital aberto listadas em bolsa. O estudo de Florêncio-dos-Santos (2005) é um marco para a análise das empresas não-listadas no Brasil e abre um leque de oportunidades para pesquisas futuras. A análise dessas e de outras literaturas sobre o tema levaram à formulação das hipóteses abaixo para responder a algumas questões ainda deixadas em aberto.

Uma vez que empresas não-listadas, em geral, não possuem transações de suas ações em bolsa, é possível imaginar que tais empresas possuam uma maior concentração das mesmas entre seus acionistas. Portanto, surge a primeira hipótese do presente estudo:

H1: Empresas brasileiras não-listadas possuem maior concentração de controle e de propriedade do que empresas listadas;

Em função da maior regulação sofrida pelas empresas listadas, é coerente imaginar que tais empresas possuam práticas de GC superiores às das empresas não-listadas. Dessa forma, surge a segunda hipótese da pesquisa:

H2: Empresas não-listadas possuem práticas de GC inferiores às das empresas listadas;

Por fim, assim como já é relatado em inúmeros estudos que relacionam as práticas de governança corporativa com o desempenho das empresas listadas, é possível inferir que o mesmo comportamento ocorra em empresas não-listadas. Está formulada então a terceira hipótese:

H3: Melhores desempenhos contábeis de empresas não-listadas estão associados a melhores práticas de GC.

3 DADOS E METODOLOGIA

Este estudo está dividido em duas partes. A primeira parte trata da investigação e caracterização das empresas abertas brasileiras não-listadas (ENL), no período de 2001 a 2007, tanto em relação a sua estrutura de propriedade e controle, como também em relação à qualidade de suas práticas de governança corporativa comparadas às suas similares com ações negociadas na BM&FBovespa (empresas listadas - EL). A segunda parte refere-se à investigação da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas não-listadas que influenciam o desempenho contábil das mesmas.

Neste capítulo estão apresentados os procedimentos adotados para investigar as empresas abertas não-listadas, bem como para investigar a qualidade de suas práticas de governança corporativa com as das empresas que têm ações listadas em bolsa e também para investigar se existe alguma relação entre o desempenho contábil e as práticas de governança corporativa para empresas não-listadas. Na seção seguinte, são apresentadas algumas questões que guiarão a coleta e análise de dados.

3.1 Dados

O termo "empresa aberta" foi utilizado segundo o que é descrito na Lei nº 6.404/1976, ou seja, para aquelas empresas em que o capital é dividido em ações, limitando a responsabilidade de cada sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O termo "listada" foi usado para especificar as empresas abertas que possuíam ações negociadas em bolsa e "não-listada", o contrário.

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas abertas brasileiras não-listadas, registradas na CVM em 2009. Foram consideradas todas as empresas abertas não-listadas, independentemente de serem financeiras ou não.

A etapa inicial da identificação das empresas consistiu em obter a relação de todas as empresas não-listadas ativas no início do ano de 2009. Esse processo demandou uma análise pontual de todas as empresas registradas no cadastro geral da CVM, coletado em 05/01/2009. Ao final da análise, foi constatada a existência de 196 empresas registradas e ativas. O fato de a lei brasileira permitir a publicação das demonstrações financeiras até os 4 meses seguintes ao término do exercício social impediu o uso dos dados referentes ao exercício de 2008 (que poderiam ser publicados pelas empresas até abril/2009). O ano de 2001 foi escolhido para início da coleta de dados por ser o ano de entrada em vigor do Novo Mercado (iniciado em dezembro de 2000) e também pela aprovação da nova Lei das S/A (Lei nº 10.303/2001), que trouxe mais garantias aos acionistas preferenciais (sem direito a votos ou com votos restritos).

O trabalho de coleta de dados foi o grande desafio para o presente estudo. Foram analisadas 196 empresas não-listadas ao longo de 7 anos (2001-2007). Além dos dados necessários para responder ao IGC-NL foram levantados também, por empresa, 5 dados sobre a distribuição da propriedade e do controle e mais sete dados contábeis das ENL com o objetivo de utilizá-los na análise do desempenho dessas empresas conforme sua pontuação no IGC-NL. Ao todo foram realizadas mais de 40.000 consultas individuais à base da CVM, o que demonstra a dificuldade enfrentada e o esforço empregado para a realização da pesquisa. Apesar de os dados referentes ao IGC-L das EL terem sido disponibilizados pelos autores (Leal e Carvalho-da-Silva, 2007), a coleta dos dados de propriedade e controle dessas empresas, além dos contábeis, também foi necessária, sendo estes obtidos da base Econômica. A Tabela 1 apresenta a quantidade de dados analisados por ano, tanto das ENL quanto das EL, inclusive após a remoção dos *outliers*, sendo estes definidos como os dados que excediam três vezes a distância interquartilica.

O fato da lista das ENL ter sido gerada no início de 2009 gera dois impactos importantes para o presente estudo. O primeiro deles é que os dados referentes ao ano de 2008, que, por lei, devem ser publicados até o quarto mês seguinte ao término do exercício social, não puderam ser utilizados, pois a maioria das empresas ainda não os tinha publicado na base de dados da CVM. O segundo é referente à

disponibilidade dos dados de cada empresa em anos anteriores. Isso quer dizer que a lista foi gerada com base nas empresas cadastradas e ativas na base da CVM. Foram 196 empresas identificadas como ativas e não-listadas em bolsa. Porém, os primeiros anos de análise apresentaram menos dados disponíveis do que o número de empresas identificadas. Isso ocorre, pois apenas parte dessas 196 empresas foram criadas até o ano de 2007, ou seja, algumas ainda não existiam durante os 7 anos estudados. Nem mesmo no ano de 2007 tivemos os dados de todas as 196 empresas.

ANO	Não-Listadas		Listadas	
	TOTAL	Sem Outliers	TOTAL	Sem Outliers
2001	133	106	267	222
2002	138	98	242	200
2003	145	113	364	275
2004	158	124	378	293
2005	165	122	343	272
2006	180	133	366	301
2007	192	152	404	336

3.2 Metodologia

3.2.1 Propriedade e Controle

Foram consideradas duas formas de concentração de propriedade: uma, medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa e outra medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto, da empresa, uma vez que no Brasil a Lei das S/A permite a emissão de ações com e sem direito a voto. Segundo a literatura, a utilização de ações com direitos inferiores pode servir de instrumento para a expropriação dos acionistas minoritários, na medida em que é possível controlar a empresa com uma parcela menor de capital investido. Alguns trabalhos mostraram que no Brasil o percentual de ações preferenciais (sem voto) manteve-se estável entre 1998 e 2002, ficando em torno de 47% do capital total das empresas listadas (LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA, 2007; SILVEIRA et. al., 2003), entretanto, não foram encontrados resultados que

mostrassem quais os percentuais de propriedade e controle que as empresas não-listadas brasileiras possuem. Este também é um dos objetos desta pesquisa.

3.2.2 Índice de GC aplicado às empresas não-listadas (IGC-NL)

Para comparar as práticas de governança corporativa entre as empresas não-listadas e listadas, criamos um Índice de Governança Corporativa para empresas não-listadas (IGC-NL). O índice utilizado é uma adaptação do Índice de Governança Corporativa (IGC) de Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), destinado à mensuração da qualidade das práticas das empresas abertas listadas em bolsa, utilizando um questionário com 24 questões. Vale salientar que, tal como o original, o questionário pode ser aplicado a todos os tipos de empresas.

No caso deste estudo, o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa registra o somatório das respostas positivas às 15 perguntas do questionário adaptado, onde foi atribuído 1 (um) para cada resposta positiva e 0 (zero), em caso contrário. A pontuação máxima que poderia ter sido obtida por uma empresa seria de 15 pontos, que refletiria as empresas com melhor qualidade das práticas de governança corporativa. A adaptação do questionário deveu-se à necessidade de adequá-lo às empresas não-listadas, pois diversas perguntas do questionário original eram voltadas às empresas abertas listadas em bolsa.

As perguntas do questionário foram agrupadas em quatro dimensões: Transparência (3 questões), Conselho de Administração (5 questões), Estrutura de Controle e Propriedade (4 questões) e Direitos dos Acionistas (3 questões), conforme pode ser visto no Quadro 1. Os dados foram coletados diretamente pelo pesquisador, por meio de fontes públicas, disponíveis no sistema DIVEXT na base de dados da CVM.

Transparência	
P1	A empresa publica os relatórios financeiros nas datas exigidas pela legislação?
P2	A empresa utiliza uma firma de auditoria de reputação global?
P3	A empresa divulga de forma segregada a remuneração do Conselho e

	da Diretoria ou a parcela de remuneração fixa e variável?
Conselho de Administração	
P4	O Presidente do Conselho e da Diretoria são pessoas diferentes?
P5	O Conselho é composto claramente de membros externos e independentes?
P6	O Conselho é constituído de 5 a 9 membros?
P7	Os membros do Conselho têm mandato unificado de até 2 anos?
P8	O Conselho Fiscal é permanente?
Estrutura de Controle e Propriedade	
P9	Os acionistas controladores possuem menos de 50% dos votos?
P10	O percentual de capital votante no capital total é igual ou superior a 80%?
P11	Os acionistas controladores possuem uma razão fluxo de caixa/voto igual ou superior a 1?
P12	Os acionistas minoritários (não controladores) possuem no mínimo 25% do capital votante?
Direitos dos Acionistas	
P13	A empresa usa arbitragem em conflitos societários?
P14	A empresa concede direitos adicionais de votos além do exigido pela legislação?
P15	A empresa não possui acordos de acionistas?

Quadro 1: Questionário utilizado para determinar o IGC-NL das empresas abertas não-listadas

Para realizar a comparação entre o IGC-NL e o IGC-L, foi necessário distinguir que tipo de teste seria mais adequado: se um teste de comparação paramétrico ou, se um não-paramétrico. Quando as amostras comparadas são independentes, o teste t é aplicado para verificar se, mesmo assim, pertencem à mesma população apenas com variações casuais de amostragem. Quando são vinculadas, visam a verificar se algum tratamento realizado teve a capacidade de modificar os parâmetros amostrais, fazendo aparecer uma nova população, com parâmetros próprios, diferentes da inicial.

Já o teste não-paramétrico, para duas amostras independentes, é adequado quando os valores de uma amostra diferem de outra amostra da mesma população. É especialmente aplicável quando as suposições do teste t (amostra grande e distribuição normal dos dados) não são encontradas, pois o método não-paramétrico não faz suposições sobre os parâmetros da distribuição e também não assume nenhum tipo particular de distribuição (Conover, 1980).

Neste estudo foi usado o teste não paramétrico de Mann-Whitney para testar a hipótese nula de duas amostras independentes de uma mesma população. No presente caso, foi comparada a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas não-listadas e das listadas com as classificações geradas pelo IGC-NL e o IGC-L e pelos índices de cada dimensão isoladamente. A grande vantagem de sua utilização é que, além de não assumir normalidade dos dados, pode ser usado para testar variáveis ordinais, que é o caso dos dados desta pesquisa.

Portanto, com base na segunda e na terceira hipótese da pesquisa, foi testada a hipótese nula de que as empresas abertas não-listadas e as listadas (incluindo seus subgrupos - apenas Tradicionais e as do N1, N2 e Novo Mercado) têm qualidade das práticas de governança corporativa iguais, conforme a hipótese nula testada:

$$H_0: M_{IGC-NL} = M_{IGC-L},$$

onde, para o teste não-paramétrico:

M_{IGC-NL} - média do IGC-NL das empresas abertas não-listadas;

M_{IGC-L} - média do IGC-L das empresas abertas listadas.

Com o objetivo de entender a contribuição de cada uma das quatro dimensões de governança corporativa utilizada, também foram realizados testes de comparação entre elas. Além disso, foram geradas estatísticas descritivas para os dois grupos de empresas.

3.2.3 Relação entre GC e Desempenho das ENL

Para investigar a relação entre as práticas de governança corporativa das empresas não-listadas com seu desempenho, foram realizados procedimentos estatísticos de regressões lineares múltiplas (elaborando-se um painel entre estes indicadores), uma vez que outras variáveis corporativas, embutidas no termo de erro da regressão, podem estar correlacionadas com as duas variáveis usadas neste modelo inicial. Assim, foram estudados os efeitos desta relação adicionando diversas variáveis de controle. Portanto, assume-se que existe uma relação entre as variáveis, permitindo que a variável dependente adotada seja explicada pelas variáveis independentes assumidas no modelo. A equação geral, a seguir, procura retratar a relação entre as variáveis, para a i -ésima empresa no ano t :

$$Desemp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IGCNL_{i,t} + \beta_2 ON1_{i,t} + \beta_3 TOT1_{i,t} + \beta_4 ON1/TOT1_{i,t} + \beta_5 VC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

onde:

Desemp - desempenho da empresa, medido pelo ROA (razão entre o lucro bruto e o ativo total) e o ROE (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido);

IGCNL - índice de governança corporativa reduzido aplicado às empresas não-listadas;

ON1 - percentual de ações com direito a voto do maior acionista da empresa;

TOT1 - percentual de ações com direito sobre os fluxos de caixa do maior acionista da empresa;

ON1/TOT1 - razão entre o controle e a propriedade, que mede a separação entre os direitos de controle e de propriedade do maior acionista da empresa (uma medida de expropriação do acionista minoritário);

VC - variáveis de controle, entre elas, tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), tangibilidade dos ativos (razão entre os ativos permanente e total), crescimento (média do crescimento das vendas nos últimos três anos) e alavancagem (ativo total menos o patrimônio líquido dividido pelo ativo total).

4 RESULTADOS

4.1 Sobre a Base de Dados CVM

Ao longo da fase de coleta de dados da base CVM, foram observadas algumas características que merecem destaque, sendo as mais relevantes apresentadas a seguir:

- Diversos acionistas com nacionalidades em paraísos fiscais (i.g. Bermudas e Ilhas Cayman);
- Grande incidência de Diretores Presidentes acumulando função com a Presidência dos respectivos Conselhos de Administração;
- Constantes casos de troca de acionistas controladores;
- Tendência de empresas controladas por bancos em manter a mesma estrutura acionária por longos períodos (o oposto das demais empresas observadas);
- No período analisado, geralmente não há variação nos estatutos sociais ao longo dos anos (P.08 e P.13);
- Apesar de utilizarem grandes empresas de auditoria, muitas das empresas analisadas persistem em utilizar as mesmas auditorias por longos períodos.

Durante essa mesma fase da pesquisa, foi possível identificar certas inconsistências na base de dados que merecem atenção especial. Sendo elas:

- Recorrente ausência da designação específica de diretores e conselheiros;
- Utilização de minutas de contrato carregados no sistema CVM como se fossem estatutos sociais;
- Grande incidência de informações em duplicidade (i.g. administradores e acionistas);
- Diversas empresas sem data de publicação das demonstrações financeiras;
- Utilização do nome de Diretores Presidentes em mais de uma linha com códigos separados (Cód.1 e Cód.2), dificultando a identificação de que são a mesma pessoa (Cód.3).

4.2 Estatísticas Básicas e Testes de Médias

As Tabelas 2 e 3 apresentam, respectivamente, as estatísticas descritivas do IGC-NL e do IGC-L (ambos com seus sub-índices).

Tabela 2: Estatística Descritiva do IGC-NL e seus 4 Sub-Índices (2001-2007)
O IGC-NL é formado por 15 perguntas, sendo composto pelos sub-índices *Transparência (3)*, *Conselho de Administração (5)*, *Estrutura de Controle e Propriedade (4)* e *Direitos dos Acionistas (3)*.

		Ano						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
IGC-NL	<i>Média</i>	6.84	6.72	6.71	6.60	6.59	6.70	7.01
	<i>Mediana</i>	7.00	7.00	7.00	7.00	6.50	7.00	7.00
	<i>D.P.</i>	1.57	1.44	1.57	1.39	1.53	1.53	1.61
	<i>Mín.</i>	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00
	<i>Máx.</i>	10.00	11.00	11.00	10.00	10.00	11.00	12.00
Transparência	<i>Média</i>	1.41	1.37	1.35	1.28	1.35	1.33	1.46
	<i>Mediana</i>	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	<i>D.P.</i>	0.64	0.63	0.65	0.68	0.67	0.65	0.66
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Conselho de Administração	<i>Média</i>	2.38	2.40	2.41	2.35	2.31	2.31	2.45
	<i>Mediana</i>	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	<i>D.P.</i>	1.05	0.97	1.04	0.97	1.01	1.01	1.04
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Estrutura de Controle e Propriedade	<i>Média</i>	2.23	2.19	2.15	2.12	2.13	2.17	2.13
	<i>Mediana</i>	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	<i>D.P.</i>	1.01	1.00	1.04	1.02	1.04	1.05	1.01
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Direitos dos Acionistas	<i>Média</i>	0.80	0.78	0.80	0.82	0.80	0.89	0.97
	<i>Mediana</i>	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	<i>D.P.</i>	0.47	0.50	0.51	0.49	0.45	0.47	0.50
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

Ao analisar a evolução do IGC-NL não é possível identificar uma tendência, tanto de alta quanto de queda. Talvez o único indicador que tenha apresentado alguma evolução seja o sub-índice Direitos dos Acionistas (DIRE), que apresentou uma melhora, principalmente nos últimos dois anos pesquisados. Passou de uma

média de 0,8 em 2000 para 0,97 em 2007. Vale lembrar que tal sub-índice representa apenas 3 perguntas do índice geral IGC-NL. O sub-índice Estrutura de Controle e Propriedade (ESTR) apresentou um resultado oposto, com uma leve tendência de queda desde o início até o final do período, passando de 2,23 para 2,13. Os demais sub-índices apresentaram resultados praticamente constantes, com algumas variações em determinados períodos.

Tabela 3: Estatística Descritiva do IGC-L e seus 4 Sub-Índices (2001-2007)

O IGC-L é formado por 15 perguntas, sendo composto pelos sub-índices Transparência (3), Conselho de Administração (5), Estrutura de Controle e Propriedade (4) e Direitos dos Acionistas (3).

		Ano						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
IGC-L	<i>Média</i>	6.19	6.34	6.03	6.87	7.24	7.77	8.48
	<i>Mediana</i>	6.00	6.00	6.00	7.00	7.00	7.00	8.00
	<i>D.P.</i>	1.88	2.02	1.99	2.04	2.28	2.57	2.75
	<i>Mín.</i>	2.00	2.00	1.00	2.00	2.00	2.00	3.00
	<i>Máx.</i>	11.00	12.00	13.00	14.00	14.00	14.00	15.00
Transparência	<i>Média</i>	2.55	2.53	2.38	1.75	1.90	1.98	1.95
	<i>Mediana</i>	3.00	3.00	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	<i>D.P.</i>	0.60	0.65	0.71	0.72	0.79	0.76	0.73
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Conselho de Administração	<i>Média</i>	2.07	2.17	2.06	2.61	2.69	2.82	3.25
	<i>Mediana</i>	2.00	2.00	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	<i>D.P.</i>	1.17	1.22	1.22	1.17	1.17	1.17	1.21
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Estrutura de Controle e Propriedade	<i>Média</i>	1.27	1.29	1.34	1.40	1.52	1.62	1.77
	<i>Mediana</i>	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	<i>D.P.</i>	0.80	0.78	0.84	0.89	0.97	1.13	1.19
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Direitos dos Acionistas	<i>Média</i>	0.29	0.36	0.25	1.10	1.14	1.34	1.51
	<i>Mediana</i>	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	<i>D.P.</i>	0.49	0.60	0.50	0.64	0.70	0.88	0.92
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	2.00	3.00	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00

O IGC-L apresentou uma significativa tendência de alta, desde o início até o final do período, passando de 6,19 para 8,48. Praticamente todos os seus sub-

índices acompanharam tal movimento, menos a Transparência (TRAN), que passou de uma média de 2,55 em 2000 para 1,95 em 2007.

A Tabela 4 apresenta a mesma evolução das Tabelas 2 e 3, porém segmentando o IGC-L em empresas listadas do mercado tradicional e listadas no N1, N2 e NM. Ela também inclui as variáveis de controle ON1 (concentração de propriedade do maior acionista da empresa) e ON1/TOT1 (índice de expropriação do acionista minoritário). Por fim, são apresentados os resultados dos testes de médias entre as duas segmentações do IGC-L contra o IGC-NL.

Tabela 4: Comparação entre IGC-L e IGC-NL e Seus 4 Sub-Índices, ON1 e ON1/TOT1 para Empresas Listadas e Não-Listadas (2001-2007)

Média do IGC, seus sub-índices, ON1 e ON1/TO1 para empresas listadas (mercado tradicional, N1, N2 e NM) e não-listadas, bem como o respectivo teste de média.

		Ano						
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
IGC	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	6.17***	6.2***	6.06***	6.76	6.99	7.20	7.42
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	6.73	7.33	7.33	8.34***	9.21***	10.09***	10.68***
	<i>Média Não-Listadas</i>	6.95	6.85	6.84	6.74	6.73	6.85	7.11
Transparência	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	2.52***	2.49***	2.44***	1.76***	1.89***	1.95***	1.9***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	2.78***	2.76***	2.88***	2.16***	2.39***	2.38***	2.22***
	<i>Média Não-Listadas</i>	1.47	1.44	1.43	1.35	1.44	1.39	1.52
Conselho de Administração	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	2.07**	2.08***	2.1**	2.59	2.65	2.69	2.98***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	2.22	2.62	2.69	3.38***	3.5***	3.59***	3.92***
	<i>Média Não-Listadas</i>	2.42	2.46	2.46	2.44	2.42	2.37	2.47
Estrutura de Controle e Propriedade	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	1.3***	1.33***	1.3***	1.38***	1.4***	1.41***	1.38***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	1.34***	1.31***	1.35***	1.46***	1.85*	2.23	2.42
	<i>Média Não-Listadas</i>	2.28	2.15	2.13	2.14	2.08	2.21	2.18
Direitos dos Acionistas	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	0.29***	0.29***	0.23***	1.03***	1.05***	1.15***	1.16***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	0.39***	0.64**	0.41***	1.34***	1.47***	1.9***	2.12***
	<i>Média Não-Listadas</i>	0.77	0.80	0.81	0.81	0.79	0.88	0.94
ON1	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	0.6***	0.6***	0.63***	0.62***	0.63***	0.62***	0.61***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	0.53***	0.53***	0.56***	0.55***	0.51***	0.51***	0.48***
	<i>Média Não-Listadas</i>	0.70	0.73	0.73	0.72	0.75	0.76	0.76
ON1/TOT1	<i>Média Listadas Tradicional (a)</i>	1.46***	1.44***	1.37***	1.35***	1.39***	1.28***	1.28***
	<i>Média Listadas N1, N2 e NM (b)</i>	1.57***	1.63***	1.54***	1.52***	1.5***	1.55***	1.36***
	<i>Média Não-Listadas</i>	1.14	1.13	1.12	1.12	1.13	1.11	1.08

(a) Teste de médias de Mann-Whitney entre empresas Listadas Tradicionais vs Não-Listadas;

(b) Teste de médias de Mann-Whitney entre empresas Listadas N1, N2 e NM vs Não-Listadas;

***, **, e * indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Analisando a tabela é possível perceber que o IGC-L das EL Tradicionais é estatisticamente inferior ao IGC-NL entre 2001 e 2003, passando a ser equivalente

nos demais anos. Já o IGC-L das EL N1, N2 e NM é estatisticamente semelhante ao IGC-NL entre 2001 e 2003, passando a ser superior nos demais anos.

Outro aspecto a ser destacado é o comportamento da variável ON1. Ambas as segmentações das EL apresentaram médias estatisticamente inferiores às das ENL ao longo de todos os anos. Isso significa que a concentração de controle do maior acionista da empresa é maior nas ENL do que nas EL em todos os anos observados. Já a variável ON1/TOT1 apresenta resultado exatamente oposto. Em todos os anos analisados, a média do ON1/TOT1 das ENL foi inferior a ambas as segmentações das EL. Isso demonstra que o índice de expropriação do acionista minoritário é menor nas ENL ao longo de toda a amostra.

Os resultados acima observados ratificam a primeira hipótese formulada neste estudo - que as ENL possuem maior concentração de controle e de propriedade do que empresas listadas - assim como já observado em outros estudos sobre EL e em ENL familiares. Além disso, ainda sugere que o índice de expropriação do acionista minoritário é menor nas ENL.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das demais variáveis utilizadas neste estudo agregando-se os dados de todos os anos para cada uma das variáveis, além de também apresentar os resultados dos testes de médias.

Conforme é possível observar, todos os testes de médias realizados entre EL e ENL apresentaram diferença estatisticamente significativa a 1%, menos a variável Tangibilidade, na qual a diferença foi significativa a 5%, e a variável Alavancagem, na qual não houve diferença. Os resultados das medidas de governança corroboram com os da Tabela 4. As EL apresentam desempenho superior em ambas as variáveis (ROA e ROE). Já as medidas de controle apresentam resultados diversos. O tamanho das EL é superior ao das ENL. A tangibilidade das EL é inferior ao das ENL. O crescimento das EL é muito superior ao das ENL. A alavancagem das EL é semelhante ao das ENL.

Tabela 5: Estatística Descritiva das Demais Variáveis Utilizadas (2001-2007)

Estatística descritiva do % de ações ordinárias do controlador (ON1), % de ações totais do controlador (TOT1), razão entre ambos (ON1/TOT1), retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG), crescimento médio nos últimos três anos (CRESC) e alavancagem (ALAV).

Medidas de Governança		LISTADAS	NÃO-LISTADAS	TODAS
ON1	<i>Média (a)</i>	0.59***	0.74	0.64
	<i>Mediana</i>	0.59	0.90	0.63
	<i>D.P.</i>	0.29	0.29	0.30
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	1.00	1.00	1.00
TOT1	<i>Média (a)</i>	0.47***	0.70	0.55
	<i>Mediana</i>	0.42	0.80	0.50
	<i>D.P.</i>	0.26	0.31	0.30
	<i>Mín.</i>	0.03	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	1.00	1.00	1.00
ON1/TOT1	<i>Média (a)</i>	1.39***	1.12	1.31
	<i>Mediana</i>	1.14	1.00	1.01
	<i>D.P.</i>	0.65	0.43	0.60
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	3.10	3.01	3.10

Medidas de Desempenho		LISTADAS	NÃO-LISTADAS	TODAS
ROA	<i>Média (a)</i>	0.05***	0.03	0.04
	<i>Mediana</i>	0.04	0.02	0.04
	<i>D.P.</i>	0.09	0.10	0.10
	<i>Mín.</i>	-0.33	-0.35	-0.35
	<i>Máx.</i>	0.39	0.41	0.41
ROE	<i>Média (a)</i>	0.11***	0.08	0.10
	<i>Mediana</i>	0.11	0.06	0.09
	<i>D.P.</i>	0.19	0.22	0.20
	<i>Mín.</i>	-0.66	-0.66	-0.66
	<i>Máx.</i>	0.87	0.88	0.88

Medidas de Controle		LISTADAS	NÃO-LISTADAS	TODAS
TAM	<i>Média (a)</i>	13.86***	12.85	13.55
	<i>Mediana</i>	13.93	12.85	13.67
	<i>D.P.</i>	1.96	2.95	2.36
	<i>Mín.</i>	6.65	3.69	3.69

	<i>Máx.</i>	19.70	19.64	19.70
TANG	<i>Média</i> ^(a)	0.44**	0.49	0.47
	<i>Mediana</i>	0.41	0.53	0.51
	<i>D.P.</i>	0.32	0.34	0.33
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	1.00	1.00	1.00
CRESC	<i>Média</i> ^(a)	2.56***	0.22	1.33
	<i>Mediana</i>	1.47	0.11	0.20
	<i>D.P.</i>	2.85	0.89	2.37
	<i>Mín.</i>	-0.89	-0.73	-0.89
	<i>Máx.</i>	9.98	8.54	9.98
ALAV	<i>Média</i> ^(a)	0.63	0.63	0.63
	<i>Mediana</i>	0.62	0.66	0.62
	<i>D.P.</i>	0.28	0.38	0.31
	<i>Mín.</i>	0.00	0.00	0.00
	<i>Máx.</i>	2.14	2.19	2.19

(a) Teste de médias de Mann-Whitney entre empresas Listadas VS Não-Listadas;

***, **, e * indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

4.3 Análises de Painel

Em seguida, rodamos painéis com efeitos fixos para analisar se existe diferença significativa entre a governança das empresas não-listadas e listadas. Analisamos também se a governança das empresas não-listadas é semelhante à das empresas listadas negociadas no mercado tradicional (excluindo N1, N2 e NM). Como analisamos modelos em painel, testamos a eficiência de diversos métodos (efeitos fixo e aleatório) através do teste de Hausmann. Os resultados do teste (não reportados) mostram que os modelos estimados por efeitos fixos são os mais adequados.

A Tabela 6 indica que o IGC-L das EL é estatisticamente superior ao IGC-NL das ENL. No entanto, quando excluímos o N1, N2 e NM, notamos que o IGC-L das EL Tradicionais é estatisticamente inferior ao IGC-NL, ou seja, empresas listadas no mercado tradicional têm piores práticas de governança do que as empresas não-listadas. Os demais resultados ratificam o que foi observado nas estatísticas básicas e testes de médias.

Tabela 6: Relação entre Governança de Empresas Listadas e Não-Listadas

Painel com efeitos fixos para avaliar a relação entre IGC, ON1 e ON1/TOT1, e a listagem das empresas em bolsa (total e apenas Tradicionais), retorno sobre os ativos (ROA), tamanho (TAM), crescimento médio nos últimos três anos (CRESC) e alavancagem (ALAV).

	IGC		ON1		ON1/TOT1	
	I	II	III	IV	V	VI
LIST	0.82*** (0.00)		-0.16*** (0.00)		0.18*** (0.00)	
LISTTRAD		-2.50*** (0.00)		-0.15*** (0.00)		0.17* (0.09)
ROA	1.13 (0.28)	-0.78 (0.68)	-0.10 (0.60)	0.08 (0.77)	0.68** (0.05)	1.04** (0.05)
TAM	0.23*** (0.00)	0.32*** (0.00)	0.00 (0.67)	0.01 (0.42)	-0.02* (0.10)	-0.03 (0.23)
CRESC	0.01 (0.93)	0.00 (0.99)	0.00 (0.95)	0.01 (0.90)	0.01 (0.39)	0.01 (0.27)
ALAV	-0.72*** (0.00)	-0.50 (0.26)	-0.16*** (0.00)	-0.09 (0.28)	0.09 (0.31)	0.13 (0.42)
R2 aj	0.42	0.60	0.37	0.32	0.34	0.28

***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A Tabela 7 mostra os painéis que visam avaliar a relação entre as práticas de governança corporativa das empresas não-listadas com seu desempenho, comparando com os das empresas listadas. Os resultados indicam que o desempenho (ROA e ROE) é influenciado positivamente pelo IGC, tanto para empresas listadas quanto não-listadas.

Tabela 7: Relação entre Desempenho e Governança de Empresas Listadas e Não-Listadas

Painel com efeitos fixos para avaliar a relação entre ROA, ROE, IGC, ON1 e ON1/TOT1, classificando as empresas de acordo com a listagem em bolsa.

	ROA		ROE	
	LISTADAS	NÃO-LISTADAS	LISTADAS	NÃO-LISTADAS
IGC	0.01* (0.07)	0.01** (0.05)	0.13** (0.05)	0.10** (0.02)
ON1	-0.01 (0.77)	-0.01 (0.80)	-0.07 (0.16)	-0.01 (0.91)
ON1/TOT1	-0.02** (0.05)	-0.02** (0.03)	-0.01* (0.07)	-0.01 (0.99)
TAM	0.01*** (0.00)	0.01 (0.42)	0.02* (0.07)	0.01* (0.09)
CRESC	0.01 (0.63)	0.01 (0.13)	0.01 (0.32)	0.01 (0.31)
ALAV	-0.10*** (0.00)	-0.09*** (0.00)	0.03 (0.35)	0.01 (0.70)
R2 aj	0.18	0.22	0.14	0.21

***, **, e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

5 CONCLUSÕES

O objetivo dessa dissertação é calcular um índice de governança corporativa para empresas não-listadas na BM&FBovespa e relacioná-lo ao desempenho contábil das mesmas. Além disso, comparamos tais resultados com os das empresas listadas. Isso torna a presente pesquisa inédita no Brasil, por sua abrangência, trazendo grande contribuição à literatura sobre governança.

O maior desafio do presente estudo foi a construção da base de dados de empresas de capital aberto não-listadas na BM&FBovespa. A impossibilidade de realizar consultas automáticas por grandes blocos de dados na base da CVM reduz, a quase zero, o número de pesquisas científicas sobre as empresas que nela constam. A coleta individual de mais de 40.000 dados utilizados nesta pesquisa demonstra o esforço empenhado em sua realização.

Apesar das dificuldades o objetivo proposto desde o início foi atingido. Conforme constatado ao longo do processo de análise dos dados, foi possível confirmar a primeira hipótese do estudo - de que as ENL possuem maior concentração de controle e de propriedade do que as EL.

Um dos resultados mais relevantes observados foi o aumento na concentração de controle (ON1) por parte dos acionistas das ENL, o que não foi confirmado nas EL (que apresentaram um comportamento relativamente constante). Por outro lado, foi observada uma redução do potencial de expropriação de capital dos acionistas controladores em relação aos não-controladores (ON1/TOT1), tanto nas ENL quanto nas EL (Tradicionais e N1, N2 e NM). A conclusão a que chegamos é a de que houve um maior aumento na concentração de propriedade (TOT1) do que na concentração de controle (ON1), acarretando numa redução do índice de expropriação de capital (ON1/TOT1) de ambos os tipos de empresa. Também foi observado que o índice de expropriação de capital foi menor nas ENL em todos os anos analisados. A explicação está na maior concentração de controle observada nas ENL.

Quanto à segunda hipótese - de que as ENL possuem práticas de GC inferiores às das EL - não foi possível confirmá-la totalmente. Concluímos que as ENL têm mantido seu IGC-NL relativamente constante ao longo dos sete anos de análise, enquanto que as EL Tradicionais apresentaram um IGC-L inferior ao IGC-NL até 2003, porém igualando-o às ENL a partir de 2004. Já as EL N1, N2 e NM

apresentaram um IGC-L semelhante ao IGC-NL até 2003, porém ultrapassando-o a partir de 2004.

A constatação de que o IGC-NL manteve-se praticamente estável ao longo do período analisado, enquanto que o IGC-L apresentou uma evolução robusta (tanto nas EL Tradicionais quanto nas N1, N2 e NM), é um resultado coerente com o esperado, uma vez que a regulação exigida das EL é muito superior à exigida das ENL. Infere-se, portanto, que a falta de supervisão seja, de fato, determinante para a não utilização de boas práticas de governança.

Sobre a terceira hipótese - de que melhores desempenhos contábeis de ENL estão associados a melhores práticas de GC - concluímos que o desempenho (ROA e ROE) é influenciado positivamente pelo IGC, tanto para empresas listadas quanto não-listadas.

Por fim, deve-se destacar que o presente estudo baseou-se em uma relação de empresas, de capital aberto não-listadas na Bovespa, gerada em uma data específica no início do ano de 2009. Tal relação teve como referência as empresas consideradas ativas na base de dados da CVM. Isso significa que as empresas já canceladas até essa data, mas que poderiam estar ativas ao longo dos anos estudados (2001-2007), não foram analisadas. É possível que, por esse motivo, haja um efeito sobrevivência dentre as empresas estudadas e que isso possa ter influenciado os resultados da pesquisa. Sugere-se então, para estudos futuros, que sejam considerados ambos os tipos de empresas, ativas e canceladas, no momento da geração dessa relação de empresas.

6 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BARONTINI, R.; SICILIANO, G. **“Equity Prices and the Risk of Expropriation: an Analysis of the Italian Stock Market”**. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper #24, September, 2003.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932.

BLACK, B., JANG, H.; KIM, W. **“Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea”**, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 237; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 026, 2003.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, Ricardo P. C. **Corporate governance Index, Firm valuation and Performance in Brazil**. Revista Brasileira de Finanças. Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, V.3, N.1, Junho 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, Ricardo P. C. **Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)**. In: Albert Chong; Florencio Lopes-de-Silanes. (Org.). **Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence Across Latin America**. 1 ed. Palo Alto: Stanford University Press, v. 1, p. 213-288, 2007.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para níveis de governança da Bovespa**. Anais do 3º SBFIN, São Paulo, FEA/USP, julho 2003.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. **“The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”**. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. **“Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings”**, Journal of Finance, v. 57, n.6, p. 2741-2771, 2002.

FACCIO, M.; LANG, L. **“The Ultimate Ownership of Western European Corporations.”** Journal of Financial Economics, v. 65, p. 365-395, 2002.

FLORÊNCIO-DOS-SANTOS, J. **“Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa”**, Coppead, UFRJ, dezembro 2005.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. **“Corporate Governance and Equity Prices”**, Quarterly Journal of Economics, Vol v. 118 (1), p. 107-55, 2003.

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

JENSEN, M.; MECKLING, W. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure.** Journal of Financial Economics, v. 11, p. 5-50, 1976. <http://ssrn.com/abstract=94043>

KLAPPER, L.; LOVE, I. **“Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”**, Journal of Corporate Finance, v. 10, p. 703-728, 2004.

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

_____. **“Investor Protection and Corporate Governance”**, Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-28, October, 2000.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. International Meeting on Corporate Governance of Non-listed Companies. **“Corporate Governance of Non Listed Companies”**. Istanbul, April, 2005

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

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. **Estrutura de Governança e valor das companhias abertas brasileiras.** Revista de Administração de empresas, v.43 (3), p.50-64, 2003.

APÊNDICE - EVOLUÇÃO ANUAL DO IGC-NL E DO IGC-L POR PERGUNTA

Evolução da pontuação atribuída por pergunta ao IGC-NL (2001-2007)							
	Ano						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
P.01	88%	89%	88%	80%	85%	85%	91%
P.02	50%	46%	44%	47%	48%	45%	51%
P.03	2%	1%	3%	1%	2%	3%	4%
P.04	65%	67%	60%	60%	66%	65%	67%
P.05	52%	49%	61%	61%	58%	56%	60%
P.06	61%	64%	59%	56%	56%	57%	62%
P.07	52%	52%	53%	50%	42%	44%	47%
P.08	8%	9%	8%	8%	9%	9%	9%
P.09	29%	29%	28%	25%	25%	25%	23%
P.10	66%	67%	66%	68%	73%	75%	74%
P.11	71%	70%	71%	70%	70%	73%	74%
P.12	56%	53%	50%	49%	45%	44%	42%
P.13	1%	1%	1%	2%	3%	9%	16%
P.14	6%	6%	8%	7%	4%	4%	4%
P.15	74%	70%	71%	73%	73%	76%	78%

Evolução da pontuação atribuída por pergunta ao IGC-L (2001-2007)							
	Ano						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
P.01	96%	94%	90%	93%	94%	97%	97%
P.02	78%	75%	59%	57%	57%	60%	62%
P.03	82%	83%	90%	25%	38%	41%	36%
P.04	63%	63%	63%	65%	67%	68%	69%
P.05	27%	31%	30%	74%	73%	77%	76%
P.06	62%	62%	56%	57%	59%	63%	68%
P.07	24%	29%	31%	35%	34%	36%	73%
P.08	30%	32%	25%	30%	36%	37%	39%
P.09	25%	25%	15%	16%	26%	14%	15%
P.10	20%	22%	26%	30%	30%	40%	45%
P.11	9%	12%	24%	28%	26%	37%	43%
P.12	73%	70%	68%	67%	70%	72%	75%
P.13	0%	3%	5%	8%	12%	25%	35%
P.14	12%	14%	19%	20%	23%	35%	42%
P.15	17%	18%	1%	82%	79%	74%	74%