

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO – FEAAC
CURSO: CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

DISCIPLINA: MONOGRAFIA – 2015.1

FABRÍCIO TEIXEIRA DE ALMEIDA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE
CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Orientadora: Profa. Dra. Márcia Martins Mendes De Luca

MARÇO / 2015

FABRÍCIO TEIXEIRA DE ALMEIDA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE
CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Coordenação do Curso de Ciências Contábeis
da Faculdade de Economia, Administração,
Atuária e Contabilidade da Universidade
Federal do Ceará, como requisito parcial à
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientador: Profa. Dra. Márcia Martins
Mendes De Luca.

FORTALEZA

2015

GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA LISTADAS NA BM&FBOVESPA.

RESUMO

A adoção de boas práticas de governança corporativa tem como finalidade, dentre outras, a redução da assimetria de informações, a partir de uma maior transparência de suas ações para as várias partes que se relacionam com a empresa, fortalecendo sua competitividade e sua imagem no mercado de capitais e, conseqüentemente, gerando um melhor desempenho. Nesse contexto, o estudo foi direcionado para o âmbito das empresas de construção e engenharia listadas na BMF&Bovespa, para analisar a relação de boas práticas de governança corporativa e o desempenho dessas empresas. Trata-se de pesquisa descritiva, de natureza quantitativa, que reúne os dados de 2013 de uma amostra de 30 empresas, adotando-se os testes de Correlação e de Regressão Linear Múltipla. Para alcance dos objetivos, foram utilizadas as seguintes variáveis: Índice de Governança (IGOV), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Lucro antes dos impostos, juros, taxas e depreciações (EBITDA) e a variável “Q” de Tobin. Os resultados apontam a existência de correlação positiva entre o IGOV e os indicadores de desempenho ROE e EBITDA. Além disso, encontrou-se influência do IGOV no desempenho econômico (ROE) e operacional (EBITDA) da empresa, confirmando os pressupostos da Teoria da Agência, base do estudo.

Palavras-chave: Governança corporativa. Desempenho. Construção e engenharia.

1 INTRODUÇÃO

A teoria da agência se dá pelo conflito de interesses entre o principal, acionistas, *outsiders* que não fazem parte da administração, mas têm sua propriedade na empresa, e os agentes, que são os administradores, ou *insiders*, que trabalham dentro da corporação. Ambos os lados possuem a meta de maximizar a utilidade da empresa, algumas vezes em perspectivas distintas, surgindo, então, conflitos no processo, segundo Jensen e Meckling (1976).

As práticas de governança corporativa têm a finalidade de reduzir os conflitos de interesses entre os provedores de capital e os gestores (SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), utilizando para isso, mecanismos de incentivos e de monitoramento. A adoção de boas práticas de governança corporativa tem como principais objetivos, dentre outros, garantir a redução da assimetria informacional, fortalecer a competitividade e a imagem da empresa no mercado de capitais e, ainda, proporcionar o crescimento do seu desempenho empresarial.

Segundo Gompers, Ishii e Metrick (2003), a adoção de práticas de governança corporativa contribui positivamente para um melhor desempenho, além de agregar mais valor às empresas. Destarte, pode-se dizer que a adoção de melhores práticas de governança corporativa torna a empresa mais atrativa para o mercado, contribuindo para o seu desempenho.

Vários estudos investigaram a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho e o valor das empresas (SILVEIRA, 2004; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; MELLO, 2007; GONDRIGE; CLEMENTE; ESPEJO, 2012; LOPES, 2012; LIU; UCHIDA; YANG, 2012; SANTOS, 2013). Parte representativa dessas pesquisas confirma a existência de uma relação positiva entre as práticas de governança e a valoração que o mercado considera às empresas governadas, com base em seus resultados econômico-financeiros.

Interessa, portanto, aos investidores e demais *stakeholders* conhecer o nível em que se encontra a governança das organizações e se a adoção de boas práticas proporciona bons retornos, assim como propõe Monks (1998), que defende que uma empresa bem governada e que leva em conta princípios como a conformidade legal, a transparência e a prestação responsável de contas, agrega valor e melhora a *performance* corporativa, favorecendo a sua continuidade.

Considerando esse contexto, busca-se uma resposta para a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas de capital aberto do setor de construção e engenharia listadas na BM&FBovespa?

O objetivo geral do estudo consiste, portanto, em analisar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas de capital aberto do setor de construção e engenharia listadas na BM&FBovespa. Para a consecução do objetivo geral do estudo, foram delineados os seguintes objetivos específicos: (i) caracterizar as empresas de construção e engenharia da amostra; (ii) correlacionar o desempenho das empresas com as práticas de governança corporativa; e (iii) examinar a influência das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas.

Destaca-se que a maioria dos estudos que investiga a relação entre a governança corporativa e o desempenho empresarial aborda todos os setores econômicos (SAMI; WANG; ZHOU, 2011; VIEIRA *et al.*, 2011; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013). Por sua vez, o presente estudo versa sobre o setor de construção e engenharia, por ser um setor no qual suas atividades compõem uma grande parcela do produto interno bruto de qualquer país, além do fato de que o produto da sua atividade é considerado um investimento, tanto para as empresas como para seus clientes (UNIEMP, 2010; PEDRUZZI, 2011). Dessa forma, o estudo se justifica devido à importância da temática e da relevância que o setor de construção tem para a economia brasileira. Frisa-se ainda, que o estudo busca fomentar e aprimorar os conhecimentos nesta área para pesquisas futuras.

Além desta introdução, o estudo está estruturado em 4 seções. A seção 2 apresenta a contextualização acerca das temáticas governança corporativa e desempenho empresarial, além de discorrer sobre os estudos empíricos anteriores relacionados ao tema. A seção 3 detalha a amostra e os procedimentos metodológicos do estudo. Em seguida, na seção 4, apresentam-se os resultados da pesquisa, seguida pelas conclusões do trabalho.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL

A preocupação com a separação da propriedade e do controle sempre existiu (SMITH, 1996; JENSEN; MECKLING, 1976). Porém, a partir do momento que as empresas evoluíram a composição das mesmas foi se tornando mais complexa, gerando a necessidade de se estabelecer regras de conduta para que fossem melhor administradas.

Na década de 2000, diante de um contexto de falências generalizadas de grandes corporações como, por exemplo, a Enron, WorldCom e a Global Crossing, instaladas nos Estados Unidos, surgiu uma necessidade de melhores práticas de gestão empresarial. Dessa forma, a publicação do Ato Sarbanes-Oxley, em 2002, tratou, também, da criação e disseminação de códigos que regulamentassem os processos de governança corporativa (BORGERTH, 2007; IBGC, 2009).

Segundo Zylbersztajn e Neves (2000), a firma moderna é formada por vários contratos entre agentes especializados, que têm o dever de trocar informações e serviços entre si, todos visando o mesmo objetivo. Dessa forma, é possível perceber que a firma é composta por setores diferentes que estão conectados, trilhando o mesmo caminho e buscando a mesma

meta, de modo que exista um bom relacionamento entre todas as partes que compõem uma empresa.

No entanto, existem muitos atritos entre o proprietário e seus agentes, e, para compreendê-los, é necessário entender as mudanças que ocorreram nas firmas diante do ambiente corporativo moderno. Anteriormente a este contexto mais moderno, a propriedade das empresas apresentava-se concentrada, basicamente, em posse de uma pessoa ou um pequeno grupo. Em tempos mais recentes, a propriedade corporativa está concentrada em um grupo muito maior de acionistas, em que muitos deles, não exercem atividades diretas na empresa, deixando a gestão da firma sob a responsabilidade dos administradores (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004). Esta separação deve-se ao fato de que as operações das firmas se tornaram mais complexas, surgindo à necessidade de haver especialistas para cuidar de cada área, separadamente (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004).

Tem-se como elemento principal na visão contratual da empresa a teoria da agência, que, segundo Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983), tem por objetivo analisar os conflitos e custos resultantes da separação de propriedade e o controle de capital, o que gera as divergências de informação, os riscos e outros problemas com relação ao principal-agente.

Fama (1988) frisa que a teoria da agência analisa os conflitos e os custos da divisão entre principal e agente, ou propriedade e controle do capital. Segundo a teoria, os acionistas, por estarem externamente ligados a várias corporações por conta de seu portfólio de ações, não tem como olhar com uma visão administrativa correta para cada empresa, desse modo, fica nas mãos dos administradores as principais decisões a cerca da maximização de utilidades das mesmas. Porém, como as duas partes trabalham individualmente em prol do mesmo objetivo, existem conflitos de interesses e divergências ideológicas, dentro da empresa.

Nesse contexto, desenvolvem-se as práticas de governança corporativa, que, segundo o IBGC (2009), têm a função de compor o sistema interno de controle de gestão, com o objetivo de direcionar a conduta dos administradores para o cumprimento das metas estipuladas pelos acionistas, além de assegurar que os executivos não se afastem delas.

Chagas (2007) versa sobre a origem da expressão governança corporativa, que vem da expressão inglesa “*corporate governance*”, significando o sistema pelo qual os acionistas tomam conta de sua empresa. O autor enfatiza que as práticas de governança corporativa usam o conselho de administração, a auditoria externa e o conselho fiscal para estabelecer normas e poderes para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, procurando prevenir abusos de poder e criando formas de fiscalização, princípios e regras que tornem possível uma gestão eficiente e eficaz.

Segundo Monteiro (2003), a governança corporativa constitui-se como um conjunto de práticas adotadas na gestão de uma empresa, que afetam as relações entre acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários, diretoria e conselho de administração. O IBGC (2009), por sua vez, trata a governança corporativa como um instrumento para englobar todos os assuntos relativos ao controle e à direção de uma empresa, bem como as diferentes formas de seu exercício e os diversos interesses que estão ligados às sociedades comerciais. Entende-se, nesse sentido, que a governança corporativa compreende um aglomerado de normas, práticas, processos, regulamentos, ideias e costumes que compõem um sistema de relacionamento interno à empresa, fazendo com que sua direção seja mais eficiente, objetivando maximização de rendimento e a satisfação de todos os proprietários, majoritários ou não.

A governança corporativa, na visão de Andrade e Rossetti (2009), é composta por quatro valores básicos que a sustentam. São os princípios da transparência, equidade, prestação de contas e a responsabilidade corporativa. As informações transitadas e utilizadas

pelas empresas devem conter transparência, principalmente as de alta relevância, que são as que envolvem resultado, oportunidades e risco. No que tange ao princípio da equidade, fala-se que os acionistas devem ser todos iguais perante a empresa, ou seja, não devendo haver diferenças relacionadas ao porte do acionista, ou com relação a sua assiduidade dentro das atividades da mesma. A empresa deve ter uma prestação de contas eficiente, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria. Por último, fala-se da responsabilidade que a corporação tem para com o cumprimento das normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país, sempre visando zelar pela sustentabilidade da organização e procurando manter sua perpetuidade.

Para o IBGC (2009), as principais subdivisões da governança corporativa em uma empresa são: a estrutura de propriedade, o conselho de administração, a gestão, a auditoria independente, o conselho fiscal e a conduta e conflito de interesses. Esses elementos, em sua completude, estão conectados, de modo a formar uma rede de informações, atividades, processos e ideais, compondo as práticas de governança corporativa.

Muitos estudos sobre o tema governança corporativa têm sido elaborados, principalmente com relação a desempenho das empresas, distribuição de poder e responsabilidades de acionistas e de gestores, dentre outros agentes. O tema tem atraído acadêmicos, profissionais, legisladores, acionistas e *stakeholders*. Obviamente, os temas que tangem à propriedade e ao controle também são abordados com frequência, como descreve Apreda (2001).

No entanto, é muito difícil avaliar a qualidade de uma empresa e de suas práticas de governança. É difícil, também, mensurar os reais efeitos destas práticas na empresa, por conta da escassez de teorias quantitativas sobre a firma, assevera Zingales (2000). Conseqüentemente, os pesquisadores têm elaborado pouco progresso no desenvolvimento de modelos formais aceitos para elaboração de trabalhos empíricos (LOVE; HUBBARD; HIMMELBERG, 2002; DURNEV; KIM, 2003).

Love, Hubbard e Himmelberg (2002) construíram um modelo para averiguar o efeito da proteção ao investidor sobre a concentração da estrutura de propriedade e o custo de capital das empresas. No modelo, o custo de desvio de recursos das empresas, efetuado pelos gestores e controladores, depende do nível de proteção legal aos investidores e do percentual de ações em posse dos controladores. Quanto mais ações em posse de internos, mais risco não diversificável os mesmos iram carregar. Dessa forma, a concentração de ações internamente na empresa geraria um aumento no custo de capital da mesma. O modelo determina certo percentual de ações a serem mantidas por internos, o custo de capital e o nível de investimento.

O estudo de Durnev e Kim (2003) resultou em três predições. As oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade são os três principais atributos que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança, e dessa maneira, valorizando-se no mercado. Para os autores, a adoção de melhores práticas de governança é mais relevante em países de fraca proteção ao investidor.

Outro efeito que a adoção de melhores práticas de governança corporativa gera é o incremento no desempenho empresarial (AGUILERA; JACKSON, 2003). O desempenho empresarial, nesse contexto, apresenta diversas métricas, podendo ser caracterizado em três aspectos: econômico, operacional e baseado no valor (RANGEL, 2008; MIRANDA, 2012).

O desempenho econômico diz respeito aos indicadores que expressam a rentabilidade. Tais indicadores objetivam apresentar o retorno proporcionado pelos investimentos realizados pelas empresas, permitindo assim, analisar o quão bem uma empresa se saiu em determinado

período (WERNKE, 2008; IUDÍCIBUS; MARION, 2010). Conforme Rangel (2008) e Miranda (2012), os principais indicadores são o *return on asset* (ROA) e o *return on equity* (ROE).

Já o desempenho operacional consiste em indicadores que representam a geração operacional de caixa e de riqueza pela empresa, sendo os mais comuns o lucro líquido e o *earnings before income taxes depreciation and amortization* (EBITDA) (RANGEL, 2008; MIRANDA, 2012).

Por sua vez, o desempenho empresarial baseado no valor tem em seu conceito a criação de valor e buscam exprimir o real desempenho empresarial da empresa (RANGEL, 2008; MIRANDA, 2012), diferenciando-se das variáveis de desempenho tradicional – desempenho econômico e operacional – (ASSAF NETO, 2008), segundo Rangel (2008) e Miranda (2012), os principais indicadores são o valor de mercado, o *economic added value* (EVA[®]), o *market value added* (MVA[®]) e o *market-to-book* (MTB).

A relação entre os indicadores de desempenho empresarial e a governança corporativa tem sido apontada na literatura. Okimura (2003) verificou a existência de uma relação significativa entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras privadas não financeiras de capital aberto e sua estrutura de propriedade e controle, definida pelas características de concentração de votos e propriedade e excesso dos votos dos controladores. A governança corporativa foi medida através das variáveis: concentração de votos; concentração de capital e grau de excesso de votos, sempre em relação aos acionistas controladores. Os resultados sugeriram uma influência quadrática da concentração de votos no valor e uma influência negativa do excesso de votos no valor, mas positiva no desempenho. A concentração de capital não apresentou resultados significantes, e as evidências de endogeneidade da estrutura de propriedade se mostraram fracas e inconsistentes estatisticamente.

Silveira (2004) procurou avaliar se os mecanismos de governança corporativa são exógenos e se exercem influencia sobre o desempenho das companhias abertas no Brasil, utilizando como amostra as 161 empresas de capital aberto brasileiras. A governança corporativa foi avaliada através de índices determinantes como Oportunidades Futuras de crescimento (CREC); Natureza da Operação (TANG); Tamanho da Empresa – (LogREC); Emissão de ADRs (ADR); Adesão aos Níveis de Governança da Bovespa (BOV); Estrutura de propriedade (OWN). O desempenho foi verificado pelas variáveis “Q” de Tobin; o LAJIRDA; o VF e o LOAT. Todas essas variáveis compõem o IGOV, que é a variável principal do estudo. Observou-se que as empresas com menor concentração do direito de voto em posse do controlador, menor nível de endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho, emissoras de ADRs e com ações líquidas apresentaram, em média, melhor desempenho.

O estudo de Santos (2013) procurou descrever a governança corporativa nas empresas de capital aberto do setor de construção civil listadas na BM&F Bovespa há pelo menos cinco anos e que não tivessem o passivo líquido descoberto, no exercício de 2013. A governança corporativa foi mensurada através de cinco variáveis de governança: o grau de independência de conselhos (INDEP), a segregação ou não de funções entre a Presidência Executiva e a Presidência ou participação no Conselho de Administração (SC), o numero total de membros no conselho (TOT), o percentual de ações em circulação (FREE FLOAT), e a adesão ou não das empresas em algum nível diferenciado de governança. O desempenho empresarial foi medido pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Os autores encontraram resultados inversos, pois a maioria das empresas não mostrou bons resultados no quesito governança

corporativa. No que tange à relação entre as variáveis de governança e o ROE, os resultados não foram conclusivos, com uma única variável significativa (INDEP).

Cabe ressaltar que, para esse estudo, o desempenho empresarial foi caracterizado como econômico, operacional e de valor, buscando-se assim, verificar em que tipo de desempenho a adoção de melhores práticas de governança nas empresas da amostra tem maior reflexo.

3 METODOLOGIA

Primeiramente, vale salientar que a presente pesquisa é de caráter descritivo, na qual descreve-se um fenômeno e registra-se a maneira como ele ocorre (VERGARA, 2000). Quanto à natureza do problema, classifica-se como quanti-qualitativa, pois trabalhará com dados de fácil quantificação, complementando-os com dados descritivos (BUFREM; PRATES, 2005).

A população do estudo está representada pelas empresas listadas na BM&FBovespa do setor de Construção e Transporte, subsetor de Construção e Engenharia, pertencentes aos segmentos de Construção Civil, Construção Pesada, Engenharia Consultiva, Intermediação Imobiliária, Materiais de Construção e Serviços Diversos, na data de 31/03/2015, totalizando 38 empresas, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

Setor	Subsetor	Segmento	População		Amostra		Amostra em relação à População (%)
			Qtde. Empresas	%	Qtde. Empresas	%	
Construção e Transporte	Construção e Engenharia	Construção Civil	19	50,0	17	56,7	89,5
		Construção Pesada	5	13,2	2	6,7	40,0
		Engenharia Consultiva	2	5,3	1	3,3	50,0
		Intermediação Imobiliária	2	5,3	2	6,7	100,0
		Materiais de Construção	4	10,5	3	10,0	75,0
		Serviços Diversos	6	15,8	5	16,7	83,3
Total			38	100,0	30	100,0	78,9

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BM&FBovespa (2014).

A amostra da pesquisa está representada pelas empresas que apresentaram os dados necessários para o alcance dos objetivos, relativos ao período de 2013, totalizando 30 empresas. Segundo a Tabela 1, visualiza-se que a amostra está representada por aproximadamente 79% da população da pesquisa.

Os dados, fonte de coleta e embasamento teórico para mensurar o desempenho das empresas estão apresentados no Quadro 1. Além desses dados, utiliza-se o valor do ativo total (Economática[®]) para medir o porte das empresas (TAM) e a composição do capital é definida com base no Formulário de Referência, no item 15.1/2, em que se verifica a identidade do acionista e a sua concentração acionária (CON).

Quadro 1 – Variáveis de desempenho da pesquisa

Dimensão do desempenho	Variável	Operacionalização	Fonte de coleta	Embasamento Teórico
Econômico	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE).	Quociente entre o lucro líquido e o Patrimônio Líquido.	Economática [®]	Kappler e Love (2002), Damodaran (2004) e Catapan e Colauto (2014)

Operacional	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA).	Lucro Antes do Imposto de Renda + Depreciação + Amortização.	Economática®	Silveira (2004), Frezatti e Aguiar (2007) e Catapan e Colauto (2014)
Valor	Q de Tobin.	(Valor de Mercado + Passivo)/Ativo Total.	Economática®	Chung e Pruitt (1994), Leal (2004) e Catapan e Colauto (2014)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da literatura.

As práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas são analisadas a partir de um índice de governança corporativa (IGOV), adaptado de Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Anhalt (2007), Silveira *et al.* (2009) e Lameira (2012), com base em 14 práticas divididas em três dimensões, classificados segundo as diretrizes do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009), conforme apontadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Índice de governança corporativa

Dimensão		Item	Fonte de Coleta	
1	Conselho de Administração	1.1	O presidente do conselho NÃO é o diretor-presidente da empresa ou um dos principais acionistas?	Item 12.6/8 e 15.1/2 do Formulário de Referência.
		1.2	A empresa tem outros comitês, tais como de Comitê de Auditoria e de Recursos Humanos?	Item 12.7 do Formulário de Referência.
		1.3	O conselho é composto por pelo menos metade de membros independentes?	Item 12.6/8 do Formulário de Referência.
		1.4	O conselho tem entre cinco e onze membros?	Item 12.6/8 do Formulário de Referência.
2	Conflitos de Interesses e Direito dos acionistas	2.1	A empresa tem conselho fiscal permanente?	Item 12.1 do Formulário de Referência.
		2.2	O percentual de ações sem direito a voto é de até 20% do capital total da empresa?	Item 15.1/2 do Formulário de Referência.
		2.3	O controlador tem um percentual do capital total igual ou maior do que o percentual de ações ordinárias?	Item 15.1/2 do Formulário de Referência.
		2.4	Observando o estatuto da companhia, pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) cada ação vale um voto?; b) as ações preferenciais tem direito de voto em decisões importantes da companhia?	Estatuto Social.
		2.5	O <i>free-float</i> é maior ou igual à 25%?	Item 15.3 do Formulário de Referência
3	Transparência	3.1	A empresa produz seus relatórios periódicos legalmente obrigatórios SEM ressalvas?	Pareceres e Declarações nas Demonstrações Financeiras Padronizadas
		3.2	A auditoria é feita por uma das quatro maiores empresas de auditoria em atividade no Brasil?	Pareceres e Declarações nas Demonstrações Financeiras Padronizadas
		3.3	A empresa divulga informações de remuneração baseada em ações do CEO e membros do conselho em seus relatórios societários?	Item 13.6 do Formulário de Referência
		3.4	A empresa publicou balanço social ou relatório de sustentabilidade no exercício?	Website institucional e website da BM&FBovespa.
		3.5	A empresa divulga <i>guidance</i> ou projeções?	Item 11.1 do Formulário de Referência

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da literatura.

Considerando os itens apresentados no Quadro 2, atribuiu-se o valor “1” quando a prática de governança corporativa foi adotada pela empresa, e atribuiu-se valor “0”, caso contrário. Dessa forma, a pontuação máxima do índice de governança corporativa (IGOV) para cada empresa é de, no máximo, 14 pontos.

Em atendimento ao primeiro objetivo específico, procede-se, inicialmente, a ilustração dos valores médios das variáveis do estudo a partir da classificação setorial, bem como a devida apresentação da estatística descritiva das variáveis da pesquisa. Ambas as ilustrações tem por objetivo proporcionar a compreensão dos dados da pesquisa e expor as principais características das empresas da amostra.

Para satisfazer o segundo objetivo específico, procedeu-se à análise de correlação, em que, primeiramente faz-se o teste de Kolmogorov-Smirnov, para verificar a normalidade dos dados. Verificada a normalidade dos dados, aplicou-se o teste paramétrico (Pearson). Segundo Moore (2007), a correlação demonstra a relação, positiva ou negativa, e o grau dessa relação entre duas variáveis quantitativas. Quanto ao grau de relação entre as variáveis, Dancey e Reidy (2006) orientam para a interpretação dos resultados, apontando que: (i) se o coeficiente variar até 0,30 considera-se uma relação fraca; (ii) se o coeficiente variar entre 0,40 e 0,60 considera-se a existência de relação moderada; e (iii) se for superior ou igual a 0,70 considera-se a existência de forte relação.

Em cumprimento do terceiro objetivo específico, precede-se à análise de regressão múltipla, recorrendo-se ao Método dos Mínimos Quadrados (MMQ). A análise de regressão linear possibilita “descrever o comportamento de uma determinada variável, denominada dependente, com base nos valores de uma ou mais variáveis, denominadas independentes” (CUNHA; COELHO, 2007, p. 132). Nesse estudo, utilizam-se três modelos econométricos para investigar a relação entre as medidas de desempenho (econômico, operacional e valor) com o nível de governança corporativa. Os modelos são expressos pelas equações 1, 2 e 3.

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 CON_i + \varepsilon_i \quad (\text{equação 1})$$

$$EBITDA_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 CON_i + \varepsilon_i \quad (\text{equação 2})$$

$$QTobin_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 CON_i + \varepsilon_i \quad (\text{equação 3})$$

Em que:

- ROE_i representa o desempenho econômico;
- EBITDA_i representa o desempenho operacional;
- QTobin_i representa o desempenho de valor;
- IGOV_i representa o índice de governança corporativa;
- TAM_i representa o tamanho (variável de controle);
- CON_i representa a concentração acionária (variável de controle); e
- O subscrito *i* refere-se à empresa.

O tratamento dos dados foi realizado com o auxílio do aplicativo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 21.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção destina-se à apresentação dos resultados do estudo, ordenados a partir dos objetivos delineados na introdução. Em atendimento ao primeiro objetivo específico do estudo – caracterizar as empresas de construção e engenharia – elaboraram-se as Tabelas 2 e 3. A Tabela 2 apresenta a categorização das variáveis do estudo (índice de governança

corporativa, indicadores de desempenho, tamanho e concentração acionária) a partir da classificação subsetorial, segundo a BM&FBovespa.

Tabela 2 – Caracterização das empresas por setor

Setor	Quantidade	IGOV	ROE	EBITDA	Q de Tobin	TAM	CON
Construção Civil	17	8,2	0,030	287.499,8	0,644	5.972.868,8	50,2
Construção Pesada	2	4,0	0,072	8.744,5	0,745	233.725,0	57,3
Engenharia Consultiva	1	5,0	0,138	31.755,0	1,065	127.404,0	98,6
Intermediação Imobiliária	2	8,0	0,182	144.190,5	1,454	1.043.553,5	46,5
Materiais de Construção	3	8,0	0,214	114.607,7	1,142	593.366,3	55,9
Serviços Diversos	5	7,6	0,045	208.052,6	1,467	1.195.071,8	55,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se, a partir da Tabela 2, que dentre os subsetores pertencentes ao setor Construção e engenharia, o setor Construção civil é o mais representativo, quando comparado com os demais, com quantitativo de 56,7% em relação ao total de empresas da amostra, 30 empresas. Em relação ao nível de governança corporativa (IGOV), o setor Construção civil é o setor que se classifica como o mais proeminente, com 8,2 pontos, de um total de 14,0 pontos. Os setores Intermediação imobiliária e Materiais de construção seguem-no com 8,0 pontos cada.

Quanto ao indicador que mede o desempenho econômico das empresas, o ROE, o setor Materiais de construção apresentou o maior retorno em relação ao capital da empresa, com média de retorno de 21,4%. Noutro turno, as empresas pertencentes ao setor Construção civil tiveram os menores níveis de rentabilidade, medidos pelo ROE, com média setorial de 3,0%. Pode-se, inferir, nesse caso específico, que, mesmo empresas classificadas dentro de um grande escopo setorial seus resultados econômicos podem diferir quanto ao segmento em que as empresas estão inseridas, visto que há uma amplitude no resultado econômico de 18,4%. Em relação ao EBITDA, indicador que mede o desempenho operacional das empresas, os resultados indicam que as empresas pertencentes aos segmentos Construção civil e Serviços diversos apresentam melhores resultados, com R\$ 287,5 mil e R\$ 208,1 mil, respectivamente. Quanto ao Q de Tobin, que mede o valor, os resultados destacam que os setores Serviços diversos e o setor Intermediação imobiliária são os que apresentam maiores níveis de valor corporativo, com Q de Tobin de 1,47 e 1,45, respectivamente.

Quanto ao tamanho, nota-se que as empresas pertencentes ao segmento Construção civil destacam-se em termos de tamanho, com média de R\$ 6 milhões de ativos, enquanto que o setor Engenharia consultiva representa o setor com menor tamanho, com R\$ 0,1 milhões. Este resultado pode ser explicado pelo fato de as empresas pertencentes ao setor Construção civil necessitar de uma elevada estrutura de imobilizado para a devida realização de suas atividades, enquanto que o setor de engenharia consultiva não necessita de estrutura semelhante para desenvolver suas atividades.

Em relação à concentração acionária, as empresas pertencentes ao setor Engenharia consultiva apresenta o maior nível de concentração acionária, seguido pelo setor Construção pesada, com 98,6% e 57,3%, respectivamente. Segundo Love, Hubbard e Himmelberg (2002), a concentração acionária, poderia, nesse sentido, implicar em maior custo de capital. É interessante apontar, noutro sentido, que a concentração acionária é considerada um elemento, na visão de Aguilera e Jackson (2003) e Durnev e Kim (2003), saudável à qualidade da governança corporativa. Nesse sentido, nota-se que as empresas com maiores níveis de concentração acionária apresentam menores níveis de governança, indicando,

descritivamente, um resultado inverso, do que foi apontado pelos citados autores, entre a concentração acionária e o nível de governança corporativa.

A Tabela 3 expõe a estatística descritiva das variáveis do estudo: média, desvio padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
IGOV	7,667	2,155	0,281	2,000	11,000
ROE	0,068	0,249	3,687	-0,913	0,472
EBITDA	220.289	283.455	1,287	-489.546	1.103.044
Q de Tobin	0,906	0,494	0,546	0,371	2,475
TAM	3.732.539	4.300.215	1,152	16.187	16.798.855
com	53,24	18,61	0,349	20,36	95,58

Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se que as empresas da amostra adotam práticas de governança corporativa moderadas, com média de 7,6 pontos, considerando a totalidade de 14 pontos. Nota-se, ainda, que as empresas apresentam médias positivas em todos os indicadores de desempenho. De modo geral, é relevante destacar que as variáveis de desempenho – ROE, EBITDA e Q de Tobin – apresentam elevada variação em torno da média, com 369%, 129% e 55%, respectivamente. Isso implica em dizer que as empresas pertencentes a esta categoria setorial obtêm resultados bastante heterogêneos. De modo semelhante, verifica-se essa heterogeneidade também no tamanho das empresas, aproximado pelo total dos ativos. Isso pode ser explicado a partir da percepção de que apesar de inseridos em um mesmo grupo setorial (construção e engenharia), as empresas estão estruturadas a partir de sua principal atividade. Por exemplo, empresas do setor Construção civil devem possuir em sua estrutura de ativos um quantitativo representativo de itens no imobilizado. Por outro lado, empresas do setor Engenharia consultiva pode não necessitar de maquinários e ou equipamentos para realizar suas atividades principais, portanto, possuem um ativo menor.

Em atendimento ao segundo objetivo específico – correlacionar o desempenho das empresas com as práticas de governança corporativa – realizou-se o teste de correlação paramétrico, Pearson. Os resultados referentes ao teste estão apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Correlação entre as variáveis do estudo

	IGOV	ROE	EBITDA	"Q" de Tobin	CA	TAM
IGOV	1,000					
ROE	0,350 * (0,058)	1,000				
EBITDA	0,474 *** (0,008)	0,506 *** (0,004)	1,000			
"Q" de Tobin	0,041 (0,831)	0,242 (0,197)	0,075 (0,694)	1,000		
com	-0,035 (0,854)	0,015 (0,936)	-0,267 (0,154)	-0,027 (0,888)	1,000	
TAM	0,480 *** (0,007)	-0,017 (0,929)	0,479 *** (0,007)	-0,434 ** (0,017)	0,002 (0,991)	1,000

Nota: *, ** e *** representam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 4 indicam a existência de correlação moderada positiva entre o índice de práticas de governança corporativa e os indicadores de desempenho ROE e EBITDA. Desse modo, esse resultado pode indicar a relação direta entre a governança

corporativa e o desempenho das empresas. Além disso, verifica-se a existência de relação moderada positiva entre as práticas de governança corporativa e o tamanho das empresas.

A Tabela 5 evidencia os resultados para consecução do terceiro e último objetivo específico – examinar a influência das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas.

Tabela 5 – Influência das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas

Modelo	(1)	(2)	(3)
Variável	ROE	EBITDA	Q de Tobin
IGOV	0,054 ***	40174,3 *	0,074
	0,007	0,061	0,195
TAM	-0,014	0,021	0,007 ***
	0,109	0,260	0,004
COM	0,004	-3910,2	-0,003
	0,838	0,241	0,921
Constant	-0,316	38548,9	0,611
	0,134	0,826	0,242
N	30	30	30
F	2,85 *	5,92 ***	3,91 **
Valor-p	0,057	0,003	0,029
R2	0,168	0,373	0,270

Nota: *, ** e *** representam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

De modo geral, percebe-se que todos os modelos construídos mostraram-se significativos ao nível de 10%, 5% e 1%. A partir dos resultados da Tabela 5, verifica-se que existe influência das práticas de governança corporativa no desempenho empresarial, medido pelo ROE e pelo EBITDA. Dessa forma, pode-se inferir que boas práticas de governança corporativa afetam positivamente o comportamento do desempenho econômico e operacional das empresas. Convém destacar que o poder explicativo dos modelos 1, 2 e 3 foi de 16,8%, 37,3% e 27,0%, respectivamente. Assim, dentre os modelos construídos, encontra-se que as práticas de governança corporativa, juntamente com as variáveis de controle, explicam 37,3% do desempenho operacional (EBITDA) das empresas. Esse conjunto de resultados pode ser explicado a partir do argumento de que a adoção de boas práticas de proteção aos investidores, podem interferir na percepção dos diversos *stakeholders*, internos e externos, e, de modo consequente, impactar o resultado operacional da empresa.

A literatura tem referenciado resultados que apontam a existência de relação entre mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas. Alinhados com os resultados da presente pesquisa, Okimura (2003), Silveira (2004) e Santos (2013) encontraram resultados que mostram a influência positiva de mecanismos de governança corporativa no desempenho das empresas.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo analisar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas de capital aberto do setor Construção e engenharia, listadas na BM&FBovespa.

Os resultados descritivos da pesquisa mostram heterogeneidade setorial, quanto às médias encontradas no índice de práticas de governança corporativa, nas medidas de desempenho, no tamanho e na concentração acionária da empresa, apresentando variação no

intervalo entre 28% e 369%. Além disso, os resultados do estudo apontam a existência de correlação positiva entre o IGOV e os indicadores de desempenho ROE e EBITDA. Verificada a correlação, encontrou-se ainda influência do IGOV no desempenho econômico e operacional da empresa.

Os resultados da pesquisa estão alinhados com a proposta teórica, uma vez que, fundamentado na teoria da agência, sabe-se que devido à separação da propriedade e controle e os consequentes conflitos de agência entre proprietários e gestores, as empresas precisam adotar mecanismos de controle. Nesse contexto, a governança corporativa emerge a partir da necessidade de mitigar os conflitos entre os proprietários e os gestores (SILVEIRA *et al.*, 2009) e entre acionistas minoritários e majoritários (VALADARES; LEAL, 2000). Desse modo, o alinhamento de interesses entre os *stakeholders* permite que as empresas possam criar oportunidades de potencializar seus resultados.

Pode-se afirmar que esse trabalho tem a capacidade de contribuir para o aprofundamento de estudos empíricos voltados para a área em questão, em função de seu embasamento teórico e da revisão de literatura, bem como a partir dos achados evidenciados na pesquisa. Além disso, pode-se concluir que existe certo poder de estímulo de pesquisa em sua composição, pois percebe-se que a área de construção e de engenharia representa um setor econômico de relevante importância para o país por compor grande parte do seu Produto Interno Bruto (PIB).

O estudo limitou-se às empresas pertencentes ao setor de construção e engenharia, bem como estabeleceu limites quanto ao escopo temporal, analisando informações contábeis referentes ao exercício social de 2013. Ressalta-se ainda, que o estudo limitou-se à utilização de três medidas de desempenho que, entretanto, permitiram interpretar diferentes perspectivas – econômicas, operacionais e de valor. Essas limitações fizeram com que a amostra do estudo configurasse com uma amostra de 30 empresas em sua totalidade.

Dessa forma, para estudos futuros, sugere-se a análise comparativa entre dois ou mais grupos setoriais, para que possam ser realizadas tentativas de inferência de alguma interferência externa na relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas. Além disso, é interessante majorar o escopo temporal de análise do estudo, uma vez que seja examinada a relação entre os construtos em um maior espaço temporal.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The cross-national diversity to corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.
- ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANHALT, A. A. Guidance: entre o risco e a segurança. *Revista Relações com Investidores – RI*, n. 110, p. 31-33, 2007.
- ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2008.
- BORGERTH, V. M. C. *Sox: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente*. 1. ed. São Paulo: Thomson Learning., 2007.
- BUFREM, L.; PRATES, Y. O saber científico registrado e as práticas de mensuração da informação. *Ciência da Informação*, v. 34, n. 2, p. 9-25, 2005.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.
- CHAGAS, J. F. *Governança corporativa: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações*. 2007. Disponível em: <<http://eco.unne.edu.ar/contabilidad/costos/VIIIcongreso/085.doc>>. Acesso em: 01 jun. 2014.
- CHUNG, K. H; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS-FILHO, J. M. (Coord.). *Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 131-231.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: evidências empíricas do grau de concentração acionária. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DANCEY, C.; REIDY, J. *Estatística sem matemática para psicologia: usando SPSS para windows*. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- DURNEV A.; KIM, E. H. *Corporate Stability and Economic Growth*. William Davidson Institute Working Papers Series 554, William Davidson Institute at the University of Michigan, 2003.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, June ,1983.
- FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, v. 3, n. 3, p. 7-24, 2007.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1; p. 107-156, 2003.
- GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 9, n. 3, Art. 4, p. 72-95, jul./set. 2012.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.
- IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. *Contabilidade comercial*. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- KAPPLER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research*, Working Paper, n. 2818, 2002. Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-2818>>. Acesso em: 19 set. 2014.
- LAMEIRA, V. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.

- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *RAUSP – Revista de Administração de Empresas da USP*, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and Chile). *Social Science Research Network*. Working paper. n. r-514, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=726261>>. Acesso em: 19 set. 2014.
- LIU, C.; UCHIDA, K.; YANG, Y. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, n. 21, p. 70-80, 2012.
- LOPES, A. *Governança corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileira*, 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2012.
- LOVE, I.; HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G. *Investor protection, ownership, and the cost of capital*. Policy Research Working Paper, World Bank, Washington, DC, 2002.
- MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. *Revista de Contabilidade e Finanças*. São Paulo. No 34, p. 7-22, jan-abr, 2004.
- MELLO, J. S. F. *O Impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil: uma reaplicação*. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração). Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2007.
- MIRANDA, K. F. *Capacidade inovativa, seus antecedentes e o desempenho de empresas brasileiras inovadoras*, 2012. 109 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria), Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Ceará, Brasil, 2012.
- MONKS, R. A. G. *The emperor's nightingale: restoring the integrity of the corporation*. Oxford: Capstone, 1998.
- MOORE, D. S. *The basic practice of statistics*. New York: Freeman, 2007.
- MONTEIRO, P. V. E a governança corporativa? *Jornal Valor Econômico*. São Paulo, Caderno Eu & Meu Dinheiro, 25 mar. 2003.
- OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*, 2003. Dissertação. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- PEDRUZZI, P. *Construção civil será o grande destaque da economia brasileira em 2012, prevê entidade do setor*. Agência Brasil, 2011. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/>>. Acesso em: 01 set. 2013.
- RANGEL, L. P. P. *Aplicação do EVA® na análise de desempenho: estudo de caso*. 2008. 108 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Auditoria), Universidade de Aveiro, Aveiro, Portugal, 2008.
- SAMI, H.; WANG, J.; ZHOU, H. Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. v. 20, n. 2, p. 106-114, 2011.
- SANTOS, A. L. *Governança Corporativa e o desempenho das empresas de construção civil listadas na BM&FBovespa*, 2013. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão e Negócios). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2013.

- SILVEIRA, A. D. M. *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. *RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo*, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.
- SMITH. *A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas*. Tradução de: An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations [1776]. Tradução Luiz João Baraúna. v. 2. Série Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1996.
- SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre *disclosure*, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.
- UNIEMP. *Fórum Permanente das Relações Universidade-Empresa*. 2010.
- VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.
- VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.
- WERNKE, R. *Gestão Financeira: Ênfase em aplicações e casos nacionais*. Saraiva. Rio de Janeiro. 2008.
- ZYLBERSZTAJN, D.; NEVES, M. F. Economia das organizações. In: NEVES, Marcos Fava (Org.). *Economia e Gestão dos Negócios Agroalimentares: Indústria de alimentos, indústria de insumos, produção agropecuária, distribuição*. São Paulo: Pioneira, 2000.
- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v-3, p.305-360, 1976.
- RAJAN, R. & ZINGALES, L. *The Governance of the New Enterprise*, in Corporate Governance, Ed. Vives, X., Cambridge University Press, 2000.