

# GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA

CORPORATE GOVERNANCE AND BUSINESS PERFORMANCE: AN ANALYSIS OF BRAZILIAN CONSTRUCTION AND ENGINEERING COMPANIES

## Fabício Teixeira de Almeida

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará, Fortaleza (CE), Brasil

Data de recebimento: 14-09-2015

Data de aceite: 05-10-2017

## Paulo Henrique Nobre Parente

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará, Fortaleza (CE), Brasil

## Márcia Martins Mendes De Luca

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo e professora associada da Universidade Federal do Ceará, Fortaleza (CE), Brasil

## Alessandra Carvalho de Vasconcelos

Doutora em Engenharia da Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina e professora adjunta da Universidade Federal do Ceará, Fortaleza (CE), Brasil

## RESUMO

Este estudo teve por objetivo identificar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor construção e engenharia, do setor construção e transporte, da BM&FBovespa. Para tanto, reúne dados financeiros de 30 empresas, referentes a 2013, coletados no *website* da BM&FBovespa e na base Economática®. No que tange à governança corporativa, foi utilizado um índice calculado a partir de um checklist proposto pela literatura, também referente a 2013. Os resultados da pesquisa mostram que o índice de governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial – econômico (ROE), operacional (Ebtida/Ativo) e de valor (Q de Tobin). Desse modo, o estudo oferece evidências empíricas do impacto da governança corporativa no desempenho empresarial no subsetor construção e engenharia da BM&FBovespa, sugerindo que as boas práticas de governança corporativa são fundamentais para a organização, devendo, portanto, ser encorajado o interesse dos investidores e de outros *stakeholders*.

**Palavras-chave:** Governança corporativa; desempenho empresarial; construção e engenharia.

## ABSTRACT

This study aims at identifying the relation between corporate governance practices and performance by public companies in the construction and engineering subsector, in the transportation and construction sector, at the BM&FBovespa. In order to do so, the research gathers financial data from 30 companies, referring to 2013, and collected from the BM&FBovespa website and from the Economática® base. Concerning corporate governance, an index calculated by means of a checklist proposed by literature also referring to 2013 was used. Research shows that the corporate governance index influences positively business, economic (ROE), operational (Ebtida/Asset), and value (Tobin's Q), performance. Thus, the study offers empirical evidence of corporate governance impact on business performance in the construction and engineering subsector at BM&FBovespa, which suggests that the good practices of corporate governance are fundamental for organization, and must be promoted for the benefit of investors and other *stakeholders*.

**Keywords:** Corporate governance; business performance; construction and engineering.

### Endereço dos autores:

Fabício Teixeira de Almeida  
fabzteixeiraz@gmail.com

Paulo Henrique Nobre Parente  
paulonobrepente@yahoo.com.br

Márcia Martins Mendes De Luca  
marciadeluca@ufc.br

Alessandra Carvalho de Vasconcelos  
alevasconcelos.ufc@gmail.com

## 1. INTRODUÇÃO

A estrutura da empresa moderna se configura pela separação entre propriedade e controle. Nesse contexto, a relação de agência se manifesta na existência de um contrato entre principal (propriedade) e agente (controle), em que o primeiro contrata o segundo para exercer atividades de gestão em seu favor. A separação entre propriedade e controle gera os denominados custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que são atrelados à necessidade de monitoramento dos agentes em função das diferenças de interesse que podem surgir a partir da delegação da autoridade decisória. Com isso, surge a necessidade de criação de mecanismos para redução dos custos decorrentes dessas causalidades, emergindo, em consequência, a governança corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Esta surge como um sistema, em que as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, cujo objetivo consiste em mitigar os custos relacionados aos problemas de agência (IBGC, 2009).

A adoção de boas práticas de governança corporativa ajuda a reduzir a assimetria informacional, fortalecer a competitividade e a imagem da empresa no mercado de capitais e, ainda, proporcionar o crescimento do seu desempenho. As práticas de governança têm a finalidade principal de reduzir os conflitos de interesses entre os provedores de capital e os gestores (SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), utilizando, para tanto, mecanismos de incentivo e de monitoramento.

A adoção de práticas de governança corporativa contribui positivamente para melhorar o desempenho, além de agregar mais valor à empresa (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003). Destarte, pode-se argumentar que a adoção de melhores práticas de governança torna a empresa mais atraente para o mercado, contribuindo para melhorar o seu desempenho. Interessa, portanto, aos investidores e demais *stakeholders* conhecer o nível em que se encontra a governança da organização e se a

adoção de boas práticas agrega valor e melhora a *performance* corporativa, favorecendo a sua continuidade.

Considerando esse contexto, o estudo se propõe a responder ao seguinte questionamento: Qual a correlação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor construção e engenharia, do setor construção e transporte, da BM&FBovespa?

Destaca-se que uma extensa literatura, nacional e estrangeira, tem investigado a correlação entre a governança corporativa e o desempenho empresarial, sendo que alguns autores consideram uma abordagem na completude setorial (CATAPAN; COLAUTO, 2014; FERREIRA et al., 2013; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; LIU; UCHIDA; YANG, 2012; ROSSONI; MACHADO-DASILVA, 2013; VIEIRA et al., 2011), enquanto outros levam em conta contextos específicos: de energia elétrica (DAROSI, 2014; SOUZA et al., 2015); de transportes (SOPEÑA; ALMEIDA, 2014) e financeiro (ALVES; MACHADO FILHO, 2014; KLOTZLE; COSTA, 2006; ZAGORCHEV; GAO, 2015), havendo uma lacuna para pesquisas em outros subsetores, como construção e engenharia. Ressalte-se, inclusive, que uma parte representativa dessas pesquisas confirma a existência de uma correlação positiva entre as práticas de governança e a valoração nas empresas governadas, com base em seus resultados econômico-financeiros.

Diante do exposto, e considerando a literatura mencionada, levanta-se como hipótese que a governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial. Destarte, constitui objetivo geral deste estudo identificar e analisar a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor construção e engenharia, da BM&FBovespa. Foram delineados, ainda, os seguintes objetivos específicos: caracterizar as empresas do subsetor construção e engenharia da BM&FBovespa e examinar a influência das práticas

de governança corporativa no desempenho do citado grupo de empresas.

Destaca-se que o subsetor construção e engenharia se configura como um dos mais atraentes em termos de investimento (ALBUJA et al., 2011), de modo a contribuir fortemente para o crescimento econômico e para a abertura de novos mercados (ITANI, 1995). Nesse sentido, o estudo se mostra relevante na medida em que versa sobre um segmento cujas atividades respondem por uma parcela representativa do Produto Interno Bruto (PIB) de qualquer nação (ENGENHO, 2013; PEDRUZZI, 2011). Em 2010, o PIB do setor de construção no Brasil apresentou valor bastante expressivo, com crescimento de, aproximadamente, 12%, impactando diretamente outros segmentos econômicos, como o de transportes (ENGENHO, 2013; PEDRUZZI, 2011). Assim, este estudo se justifica pela importância da temática e da relevância da atividade econômica em análise para a economia brasileira.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Governança corporativa e desempenho empresarial

A preocupação com a separação entre propriedade e controle remonta a décadas (JENSEN; MECKLING, 1976), tendo dado origem ao estudo da relação de agência. Porém, na proporção em que as empresas foram evoluindo, sua estrutura foi se tornando mais complexa, gerando a necessidade de regras de conduta para que fossem mais bem administradas. Conforme Jensen e Meckling (1976), a relação de agência é definida como um contrato realizado entre dois indivíduos – principal e agente – em que o primeiro contrata o segundo para exercer atividade de gestão em seu favor, sendo a este último delegada a autoridade de tomar decisões em nome do primeiro.

A empresa moderna é formada por vários contratos entre agentes especializados, que têm o dever de trocar informações e serviços entre si, todos visando ao mesmo objetivo (ZYLBERSZAJN, 2010). Dessa forma, percebe-se que a empresa, composta por suas especificidades e conectada a vários contratos, trilha o mesmo caminho e busca a mesma meta, e, por isso, deve preservar um bom relacionamento entre todas as partes que a compõem.

A alteração na configuração da estrutura de propriedade corporativa – da concentração, basicamente, em posse de um indivíduo ou de um pequeno grupo privilegiado, para vários proprietários – fez com que surgisse a necessidade de contratar pessoas (agentes) capacitadas para gerir as empresas (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004). Os autores apontam que, no ambiente corporativo moderno, a propriedade se apresenta diluída em grande número de acionistas, ressaltando-se que muitos deles não exercem atividades diretamente na empresa, deixando a sua gestão sob a responsabilidade dos administradores.

Os conflitos de agência e os chamados custos de agência surgem, então, da necessidade de separação entre a propriedade e a gestão da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Os custos de agência são atribuídos ao oportunismo dos gestores, bem como aos gastos necessários para monitorar o seu comportamento (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Outros custos, por sua vez, aplicam-se aos conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; LA PORTA et al., 2000).

Nesse contexto, a governança corporativa surge a partir da necessidade de mitigar os conflitos de agência entre principal e agente (SILVEIRA; BARROS, 2008), bem como entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (VALADARES; LEAL, 2000). Esse contingenciamento se dá a partir da construção de um conjunto de mecanismos de controle *ex ante*, para que os interesses dos *stakeholders* possam ser alinhados e os custos *ex post* sejam minimizados (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Os mecanismos de governança “sintetizam os resultados de todas as formas de ativismo de boas práticas de governança corporativa” (ROGERS; RIBEIRO, 2006, p. 19), sendo que a qualidade da governança diz respeito à eficiência dos mecanismos de redução dos conflitos de agência (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Nota-se que as práticas de governança têm a função de compor o sistema interno de controle de gestão, objetivando direcionar a conduta dos administradores para o cumprimento das metas estipuladas pelos acionistas, além de assegurar que os executivos não se espacem dessas práticas definidas (IBGC, 2009).

A governança corporativa consiste em um conjunto de práticas que utilizam órgãos – conselho de administração, auditoria externa e conselho fiscal – para estabelecer normas e poderes com o objetivo de prevenir e criar mecanismos que tornem a gestão da empresa eficiente e eficaz, com a finalidade de maximizar o seu valor (KLAPPER; LOVE, 2004). A consequência favorável das práticas de governança é conferida aos valores básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Como consequência, espera-se que as empresas apresentem melhores resultados econômico-financeiros.

As oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade são os três principais fatores que levam as empresas a adotar melhores práticas de governança e, dessa maneira, valorizar-se no mercado (DURNEV; KIM, 2003). Para os autores, a adoção de melhores práticas de governança é mais relevante em países de baixa proteção ao investidor, como no Brasil.

Quanto à mensuração dos efeitos das práticas de governança, Rajan e Zingales (2000) afirmam que existe certa dificuldade decorrente da escassez de teorias quantitativas sobre a empresa. Consequentemente, os pesquisadores têm obtido pouco progresso no desenvolvimento de modelos formais aceitos para elaboração de trabalhos

empíricos sobre o tema (DURNEV; KIM, 2003; HIMMELBERG; HUBBARD; LOVE, 2002).

A adoção de melhores práticas de governança gera incremento no desempenho empresarial (AGUILERA; JACKSON, 2003). O desempenho empresarial, nesse contexto, apresenta métricas distintas, podendo ser caracterizado em três aspectos: econômico, operacional e baseado no valor (MIRANDA, 2012; RANGEL, 2008). Os indicadores de desempenho objetivam apresentar o retorno proporcionado pelos investimentos realizados (IUDÍCIBUS et al., 2010; WERNKE, 2008).

Quanto aos indicadores econômicos, Miranda (2012) e Rangel (2008) afirmam que os mais utilizados são o *Return On Asset* (ROA) e o *Return On Equity* (ROE). Já o desempenho operacional se baseia em indicadores que representam a geração operacional de caixa e de riqueza, sendo mais utilizados nas pesquisas o lucro líquido e o *Earnings Before Income Taxes Depreciation and Amortization* – Ebitda (MIRANDA, 2012; RANGEL, 2008). Por sua vez, o desempenho de valor tem em seu conceito a criação de valor e procura exprimir o real desempenho empresarial (MIRANDA, 2012; RANGEL, 2008), diferenciando-se das variáveis de desempenho tradicional – econômico e operacional (ASSAF NETO, 2008). Segundo Miranda (2012) e Rangel (2008), os principais indicadores são o valor de mercado, o *Economic Added Value* (EVA®), o *Market Value Added* (MVA®) e o *Market-To-Book* (MTB).

Ressalte-se que essa caracterização do desempenho empresarial – econômico, operacional e de valor – foi aplicada no estudo para ajudar a identificar o comportamento dos diferentes tipos de desempenho em função da adoção de práticas de governança corporativa.

## 2.2. Estudos empíricos anteriores

A literatura mais recente sobre governança corporativa tem trabalhado extensivamente a sua correlação com o desempenho empresarial, tanto

no contexto nacional quanto no estrangeiro, considerando como amostra a complexidade setorial (CATAPAN; COLAUTO, 2014; FERREIRA et al., 2013; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; LIU; UCHIDA; YANG, 2012; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013; VIEIRA et al., 2011). Alguns subsetores específicos têm sido analisados, por exemplo, o da energia elétrica (DAROSI, 2014; SOUZA et al., 2015) e o financeiro (KLOTZLE; COSTA, 2006; ZAGORCHEV; GAO, 2015). Klotzle e Costa (2006) analisaram a correlação da governança com o desempenho de 19 bancos brasileiros utilizando dados do período de 1998 a 2003. Os autores afirmam que ainda é tímido o efeito dos mecanismos de governança no desempenho e no valor das empresas. Sugerem, ainda, que esses resultados podem estar relacionados com o fato de o setor bancário ser regulado, podendo, portanto, apresentar-se distintos do contexto acadêmico.

Ao realizar um estudo sobre governança e desempenho de 107 empresas nigerianas entre 1998 e 2002, Ehikioya (2009) encontrou, dentre as práticas de governança relacionadas à composição do conselho de administração e à dualidade do diretor-executivo, que a primeira afeta positivamente o desempenho, enquanto a segunda não apresenta resultado significativo que venha a corroborar alguma associação.

Sami, Wang e Zhou (2011) analisaram o efeito da governança no desempenho empresarial das empresas chinesas. Em resumo, os achados dos autores, fundamentados na teoria da agência, revelam que, de fato, a governança afeta positiva e significativamente o desempenho e a avaliação das empresas chinesas.

Vieira et al. (2011) analisaram, especificamente, o efeito da governança no desempenho de 84 empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa. Dentre os achados, os autores destacam a baixa influência das variáveis independentes, inclusive a governança, nas variáveis dependentes do desempenho empresarial, de mercado e endividamento.

A partir de uma amostra com 104 empresas brasileiras, abrangendo o período entre 2007 e 2009, Ferreira et al. (2013) desenvolveram um estudo que relaciona governança, eficiência, produtividade e desempenho, e mostraram que as empresas com segmento de governança apresentam, descritivamente, níveis mais altos de eficiência técnica, mas sem resultados significativos. Os autores apontam, ainda, que as empresas participantes de segmentos de governança mostram níveis inferiores de desempenho pelo Q de Tobin, bem como o valor da empresa se apresenta inferior, mas superior quando comparado ao ROA.

Rossoni e Machado-da-Silva (2013) verificaram se a adesão das empresas ao segmento de governança Novo Mercado modera o efeito da legitimidade no valor da empresa. A amostra do estudo reuniu 348 empresas listadas na BM&FBovespa entre 2002 e 2007. Foi encontrado que as empresas com níveis mais baixos de governança apresentaram maiores efeitos no valor de mercado.

Catapan e Colauto (2014), por sua vez, realizaram um estudo que correlaciona a governança com o desempenho econômico-financeiro de 111 empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2012, utilizando um *checklist* de governança corporativa proposto por Leal (2004) e os indicadores ROA, ROE, Ebitda, Ebitda/Ativo e Q de Tobin. Constataram uma correlação direta entre o valor de mercado das empresas e o nível de governança. Além disso, observaram que o índice de governança (Igov) apresenta correlação significativa com o desempenho mensurado pelo Q de Tobin e pelo ROA.

No contexto das empresas de energia elétrica brasileira, Darosi (2014) analisou a correlação entre os construtos governança corporativa e desempenho empresarial de 65 empresas listadas na BM&FBovespa, em diferentes níveis de governança, e utilizando dados financeiros de 2009, 2010 e 2011. O autor encontrou que a governança não influencia o desempenho financeiro nas empresas de energia elétrica do Brasil.

Souza et al. (2015) analisaram de que modo se correlacionam a governança e o desempenho das ações das empresas de energia elétrica, realizando uma análise comparativa dos momentos pré e pós-crise financeira. Os autores concluíram que a governança contribuiu para o equilíbrio da volatilidade das suas ações, já que nas empresas com níveis mais altos de governança as cotações das ações são mais estáveis, mesmo em períodos de crise financeira.

Zagorchev e Gao (2015) analisaram como a governança afeta o desempenho de 820 instituições financeiras norte-americanas, entre 2002 e 2009. Dentre os achados, apontam que as empresas com níveis mais altos de governança estão negativamente correlacionadas com a tomada de riscos excessivos, e que, além disso, as diferentes práticas de governança estão associadas com baixo desempenho em relação aos ativos (ROA) e ao Q de Tobin.

Observa-se, portanto, que os estudos têm sido desenvolvidos considerando geralmente um escopo amostral amplo e com o uso de variáveis distintas, tanto para a governança como para o desempenho empresarial. Este estudo contribui para enriquecer a literatura, já que apresenta uma análise em um subsetor específico, que, em função da sua relevância na economia nacional, pode revelar achados importantes. Ademais, o estudo se utiliza de medidas de desempenho distintas, que, por sua vez, podem ser analisadas e diagnosticadas a partir de diferentes perspectivas – econômica, operacional e baseada no valor.

### 3. METODOLOGIA

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, já que investiga a relação entre governança corporativa e desempenho empresarial, de modo a descrever a correlação entre os dois construtos. Quanto à natureza do problema, classifica-se como quantitativa.

A população do estudo está representada pelas 38 empresas brasileiras de capital aberto do setor construção e transporte, subsetor construção e engenharia, listadas na BM&FBovespa em março de 2015, conforme Tabela 1.

A amostra da pesquisa está representada pelas 30 empresas que apresentaram os dados necessários para o alcance dos objetivos, relativos ao exercício de 2013. Como se visualiza na Tabela 1, a amostra corresponde a 78,9% da população delimitada.

O Quadro 1 apresenta os dados, a fonte de coleta e o embasamento teórico para a mensuração do desempenho econômico, operacional e de valor.

As práticas de governança adotadas pelas empresas são analisadas a partir dos respectivos valores do Igov, adaptado de Anhalt (2007), Lameira (2012), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Silveira et al. (2009), com base em 14 práticas, distribuídas em três dimensões e classificadas segundo as diretrizes do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009), como mostra o Quadro 2.

**Tabela 1** – População e amostra da pesquisa

Subsetor	Segmento	População		Amostra		Proporção Amostra/População (%)
		Quantidade	Proporção (%)	Quantidade	Proporção (%)	
Construção e Engenharia	Construção civil	19	50,0	17	56,6	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	15,7	5	16,7	83,3
Total		38	100,0	30	100,0	78,9

Fonte: BM&FBovespa (2014).

**Quadro 1** – Variáveis de desempenho da pesquisa

Desempenho	Variável	Operacionalização	Fonte	Embasamento teórico
Econômico	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Lucro líquido / Patrimônio líquido	Economática®	Catapan e Colauto (2014); Damodaran (2004); Klapper e Love (2004)
Operacional	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização / ativo (Ebitda/Ativo)	(Lucro antes do imposto de renda + depreciação + amortização) / Ativo	Economática®	Catapan e Colauto (2014); Gotardelo (2006); Silveira (2004)
Valor	Q de Tobin	(Valor de mercado + passivo) / Ativo	Economática®	Catapan e Colauto (2014); Chang e Pruitt (1994); Leal (2004)

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.

**Quadro 2** – Distribuição das práticas de governança determinantes do Igov, e respectivas fontes de coleta, por dimensão

Dimensão	Prática	Fonte de coleta
1 Conselho de Administração	1.1 Seu presidente não é o diretor-presidente da empresa ou um dos seus principais acionistas	Item 12.6/8 e 15.1/2 do Formulário de Referência
	1.2 A empresa tem outros comitês, como de auditoria e de recursos humanos	Item 12.7 do Formulário de Referência
	1.3 Pelo menos metade de seus membros são independentes	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
	1.4 É constituído de pelo menos 5 e no máximo 11 membros	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
2 Conflitos de Interesses e Direitos dos Acionistas	2.1 A empresa tem conselho fiscal permanente	Item 12.1 do Formulário de Referência
	2.2 As ações sem direito a voto correspondem até 20% do capital social da empresa	Item 15.1/2 do Formulário de Referência
	2.3 A parcela do capital social pertencente ao controlador é igual ou superior à de ações ordinárias	Item 15.1/2 do Formulário de Referência
	2.4 Pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) cada ação dá direito a um voto; b) as ações preferenciais dão direito a voto nas deliberações importantes	Estatuto social
	2.5 O <i>free-float</i> é igual ou superior a 25%	Item 15.3 do Formulário de Referência
3 Transparência	3.1 Os relatórios obrigatórios são aprovados sem ressalva	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 Os relatórios societários incluem informações relacionadas à remuneração baseada em ações do CEO e dos membros do conselho de administração	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 pelos autores, 2017.

Considerando os itens apresentados no Quadro 2, atribuiu-se o valor “1” quando a prática de governança corporativa foi adotada pela empresa; e o valor “0” no caso contrário. Dessa forma, o Igov de cada empresa pode alcançar, no máximo, 14 pontos.

Em atendimento ao objetivo geral e na busca pela consecução do primeiro objetivo específico, procedeu-se à análise descritiva e comparativa dos dados, quanto aos construtos governança corporativa e desempenho empresarial. A análise

considerou os segmentos corporativos pertencentes ao subsetor construção e engenharia.

Para satisfazer o segundo objetivo específico, procede-se à análise de regressão linear múltipla, recorrendo-se ao método dos mínimos quadrados. Neste estudo, utilizam-se três modelos econométricos para investigar a correlação entre as medidas de desempenho (econômico, operacional e de valor) e o nível de governança. Os modelos são expressos pelas Equações 1, 2 e 3.

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 IDAD_i + \beta_5 CON_i + \varepsilon_i \text{ (Equação 1)}$$

$$EBITDA\_AT_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 IDAD_i + \beta_5 CON_i + \varepsilon_i \text{ (Equação 2)}$$

$$QTobin_i = \beta_0 + \beta_1 IGOV_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 END_i + \beta_4 IDAD_i + \beta_5 CON_i + \varepsilon_i \text{ (Equação 3)}$$

Em que:

$ROE_i$  representa o desempenho econômico;

$EBITDA\_AT_i$  representa o desempenho operacional;

$QTobin_i$  representa o desempenho de valor;

$IGOV_i$  representa o índice de governança corporativa;

$TAM_i$  representa o tamanho;

$END_i$  representa o endividamento;

$IDAD_i$  representa a idade;

$CON_i$  representa a concentração acionária;

O subscrito  $i$  refere-se à empresa.

Os dados necessários para a construção das variáveis tamanho e endividamento foram coletados na base de dados Economática®, enquanto a idade foi construída a partir do formulário cadastral de cada empresa, disponível no *website* da BM&FBovespa. Ressalte-se que a composição do capital é definida com base no item 15.1/2 do Formulário de Referência, em que se verifica a identidade do acionista e a sua concentração acionária (CON). O tamanho, o endividamento e a idade são representados, respectivamente, pelo logaritmo natural do Ativo, pelo quociente entre o total de dívidas e pela diferença entre a data de constituição e a data-base da pesquisa. A concentração de propriedade é representada pela concentração acionária do maior acionista.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1. Caracterização das empresas de construção e engenharia

Com vistas à realização do primeiro objetivo específico, caracterizam-se as empresas quanto às variáveis de governança corporativa (Igov), desempenho empresarial (econômico, operacional e de valor) e de controle (características das empresas). Os resultados médios referentes a cada variável, por segmento empresarial, são mostrados na Tabela 2.

**Tabela 2** – Caracterização das variáveis das empresas, por segmento

Segmento	Quantidade	Governança corporativa e desempenho empresarial				Características das empresas			
		Igov	ROE	Ebitda (R\$ milhões)	Q de Tobin	TAM (R\$ milhões)	END	IDAD	CON
Construção civil	17	8,18	0,030	287.499,9	0,645	5.972.868,8	0,624	19,8	50,2
Construção pesada	2	4,00	0,072	8.477,5	0,745	233.725,0	0,780	78,0	57,3
Engenharia consultiva	1	5,00	0,138	31.755,0	1,065	127.404,0	0,256	60,0	95,6
Intermediação imobiliária	2	8,00	0,182	144.190,5	0,745	1.043.553,5	0,353	6,5	45,5
Materiais de construção	3	8,00	0,214	114.607,7	1,142	593.366,3	1,443	61,7	56,0
Serviços diversos	5	7,60	0,045	208.052,6	1,467	1.195.071,8	0,627	26,4	55,0
Total	30	7,67	0,067	220.289,2	0,906	3.732.539,6	0,688	29,4	53,2

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.



Como mostra a Tabela 2, o Igov é mais representativo nas empresas de construção civil, registrando média de divulgação 8,18, com representatividade de 58,4%. Além disso, a descrição da Tabela 2 expõe que os seis segmentos apresentam indicadores de desempenho favoráveis, sendo o maior valor para o ROE, com rentabilidade econômica de 21,4% no segmento materiais de construção; para o Ebitda, com desempenho operacional de R\$ 287.499,9 milhões no segmento construção civil; e para o Q de Tobin, com desempenho de valor-índice 1,467, no segmento serviços diversos.

Quanto às características das empresas, inicialmente se observa que as dos segmentos construção civil e engenharia consultiva se apresentam,

respectivamente, como as maiores e menores do subsetor. Isso, notadamente, devido à natureza de sua atividade, já que o segmento engenharia consultiva, por exemplo, não demanda recursos, ativos, para a implementação de suas ações. Além disso, observa-se que os segmentos materiais de construção, construção pesada e engenharia consultiva apresentam os maiores valores, respectivamente, quanto ao nível de endividamento (144,3%); à idade, registrando média de 78 anos e à concentração acionária, com 95,6%. Deve-se ressaltar o baixo quantitativo do segmento engenharia consultiva, representado por uma única empresa.

A Tabela 3 apresenta os Igov e suas respectivas proporções de adesão a cada uma das práticas elencadas no Quadro 2.

**Tabela 3 – Índice de governança corporativa**

Dimensão da governança corporativa	Igov (%)	Item da governança corporativa	Igov (%)
1 Conselho de Administração	61,7	1.1	73,3
		1.2	53,3
		1.3	46,7
		1.4	73,3
2 Conflitos de Interesses e Direitos dos Acionistas	48,0	2.1	40,0
		2.2	16,7
		2.3	10,0
		2.4	86,7
		2.5	86,7
3 Transparência	56,0	3.1	100,0
		3.2	73,3
		3.3	60,0
		3.4	20,0
		3.5	26,7

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.

Quanto às dimensões da governança, é possível observar que as práticas relacionadas ao conselho de administração apresentam níveis mais altos de atendimento, assinalando 61,7%, seguido pela dimensão transparência e pelos conflitos de interesses e direitos dos acionistas, com 56 e 48% de atendimento, respectivamente.

Dentre os pontos a destacar, observa-se na dimensão conselho de administração a dualidade de posição de um indivíduo como presidente do

conselho e diretor-presidente (Item 1.1) e a adesão do tamanho do conselho entre 5 e 11 membros (Item 1.4), que mostraram nível mais alto de atendimento, com adesão de 73,3%. Resultados semelhantes foram encontrados por Catapan, Colauto e Barros (2013), que apresentaram dualidade média de 67,3%. Quanto aos conflitos de interesses e direitos dos acionistas, observa-se que os itens 2.2 (as ações sem direito a voto correspondem até 20% do capital social) e 2.3 (a parcela do

capital social pertencente ao controlador é igual ou superior à de ações ordinárias) apresentam baixos níveis de atendimento, registrando médias de 10 e 16,7%, respectivamente. Quanto ao Item 2.2, Catapan, Colauto e Barros (2013) encontraram que, em média, 37,5% das empresas brasileiras apresentam capital votante superior a 80%. Esse resultado pode indicar o distanciamento dos interesses entre acionistas majoritários e minoritários, que, em mercados emergentes, configuram-se com os conflitos entre os principais (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; LA PORTA et al., 2000). Por fim, a dimensão transparência mostra que as empresas

desse subsetor emitem seus relatórios sem ressalva (Item 3.1). Resultados semelhantes foram encontrados por Vieira et al. (2011), que analisaram todos os setores da BM&FBovespa. No entanto, observa-se ainda, na Tabela 3, que as empresas pesquisadas não se atêm à publicação de relatórios de sustentabilidade, nem se preocupam em apresentar as projeções, ou *guidance*, exibindo baixos índices de adesão aos itens 3.4 e 3.5, com 20 e 26,7%, respectivamente.

Na Tabela 4 são exibidas informações acerca das dimensões da governança nas empresas, a partir dos diferentes segmentos empresariais.

**Tabela 4** – Igov nos diferentes segmentos empresariais e dimensões

Segmento	Quantidade	Índice de governança corporativa (%)			
		Dimensão 1 (*)	Dimensão 2 (**)	Dimensão 3 (***)	Total
Construção civil	17	69,1	47,1	61,2	58,4
Construção pesada	2	25,0	40,0	20,0	28,6
Engenharia consultiva	1	0,0	80,0	20,0	35,7
Intermediação imobiliária	2	62,5	50,0	60,0	57,1
Materiais de construção	3	58,3	53,3	60,0	57,1
Serviços diversos	5	65,0	44,0	56,0	54,3
Total	30	61,7	48,0	56,0	54,7

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.

Nota: (\*) Conselho de Administração; (\*\*) Conflitos de Interesses e Direitos dos Acionistas; (\*\*\*) Transparência.

Quanto ao Igov por segmento, observa-se que as empresas apresentam proporções totais com baixa discrepância entre construção civil, intermediação imobiliária, materiais de construção e serviços diversos, com variação média de 1,7% entre esses segmentos. Nota-se que os segmentos construção pesada e engenharia consultiva apresentaram os menores níveis de adesão de práticas de governança, com 28,6 e 35,7%, respectivamente.

Nesta pesquisa, o resultado médio geral foi de 54,7%, semelhante àquele encontrado por Catapan, Colauto e Barros (2013) e Catapan e Colauto (2014). Catapan, Colauto e Barros (2013) analisaram as empresas listadas na BM&FBovespa entre 2008 e 2010 e encontraram média de

governança corporativa de 44%. Catapan e Colauto (2014), por sua vez, encontraram média de atendimento de 44,2% nas empresas listadas na BM&FBovespa entre 2010 e 2012. Em pesquisa com abordagem multinacional referente ao ano 2000, Klapper e Love (2004) apontam que as empresas apresentam nível de governança médio de 54,1%, em que é percebida uma elevada amplitude de 34,6%, resultante da diferença entre 31,9%, no Paquistão, e 66,5% na África do Sul. No Brasil, a média atinge 57,3% nesse mesmo trabalho. Estudos recentes, no contexto internacional, demonstram que as práticas de governança têm apresentado média de 53,8%, para uma amostra de 1.618 empresas dos EUA (ERTUGRUL; HEGDE, 2009); de 54% em

uma amostra multinacional, incluindo a América do Norte e os continentes europeu e asiático (KRAFFT et al., 2013), e de 55,2% nas instituições financeiras americanas (ZAGORCHEV; GAO, 2015). Desse modo, pode-se inferir que o subsector construção e engenharia mantém um nível de governança semelhante à média das empresas brasileiras, que, em comparação com resultados de alguns estudos, mostrou-se superior. De forma similar, observa-se certa equiparação em termos de nível de governança quando se compara com estudos internacionais.

#### 4.2 Influência da governança corporativa no desempenho empresarial

A Tabela 5 apresenta o descritivo (média e desvio-padrão) das variáveis do estudo, bem como as correlações entre as variáveis, relevantes para o conhecimento da amostra e prévia determinação da análise de influência entre os indicadores de desempenho, a governança corporativa e as variáveis de controle.

A média geral de governança corporativa da amostra é de 7,67, representando o nível de atendimento médio de 54,8% (7,67/14,00).

O desempenho econômico (ROE), operacional (Ebitda/Ativo) e de valor (Q de Tobin) apresentam médias de rentabilidade de 7 e 10% e índice de 0,91, nessa ordem. Quanto ao nível de variação, observa-se que o desempenho, representado pelo ROE e pelo Ebitda/Ativo, e a idade (IDAD) assinalam os maiores valores do coeficiente de variação, sendo de 373% para a primeira, e de 84% para a segunda e a terceira variável. Noutro turno, verifica-se que, com exceção do tamanho (TAM), o Igov e a concentração acionária (CON) apresentaram as menores variações, com 28 e 35%, respectivamente.

Os dados da Tabela 5 mostram que as variáveis desempenho econômico (ROE) e tamanho (TAM) são correlacionadas com o Igov. Entre as variáveis de desempenho, observa-se uma correlação entre ROE e Ebitda/Ativo, e deste, por sua vez, com o Q de Tobin. O tamanho (TAM) foi a variável de controle mais correlacionada com as variáveis Igov, Ebitda/Ativo e Q de Tobin.

Para a realização do segundo objetivo específico, a Tabela 6 mostra os resultados da análise de regressão linear múltipla, para verificar o efeito da variável Igov nas medidas de desempenho econômico, operacional e de valor.

**Tabela 5** – Descritiva e matriz de correlação das variáveis do estudo

Variável	Média	DP	CV	1	2	3	4	5	6	7	8
Igov	7,67	2,15	0,28		0,40 (**)	0,11	-0,50	0,56 (***)	-0,28	-0,23	-0,47
ROE	0,07	0,25	3,73	0,35 (*)		0,59 (**)	0,40 (*)	0,86	-0,28	0,12	0,09
Ebitda/Ativo	0,10	0,08	0,84	0,13	0,59 (***)		0,74 (**)	-0,46 (**)	-0,38 (*)	0,21	0,20
Q de Tobin	0,91	0,49	0,55	0,04	0,24	0,70 (***)		-0,54 (***)	-0,23	0,21	-0,02
TAM	14,26	1,69	0,12	0,65 (***)	0,16	-0,39 (**)	-0,38 (**)		0,63	-0,32 (*)	0,01
END	0,69	0,50	0,72	-0,20	-0,19	0,06	-0,11	-0,34 (*)		0,29	-0,88
IDAD	29,40	24,81	0,84	-0,32	0,13	0,30	0,11	-0,45 (**)	0,37 (**)		0,35 (*)
CON	53,24	18,61	0,35	-0,04	0,02	0,17	-0,03	-0,05	0,15	0,41 (**)	

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.

Legenda: Igov: índice de governança corporativa; ROE: desempenho econômico; Ebitda/Ativo: desempenho operacional; Q de Tobin: desempenho de valor; TAM: tamanho; END: endividamento; IDAD: idade; CON: concentração acionária da firma.

Nota: (i) Os valores localizados à esquerda e abaixo da tabela se referem à correlação de Pearson, e aqueles localizados à direita e acima se referem à correlação de Spearman; (ii) (\*), (\*\*) e (\*\*\*) representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Tabela 6** – Influência das práticas de governança no desempenho empresarial

Variável	Equação 1		Equação 2		Equação 3	
	ROE		Ebitda/Ativo		Q de Tobin	
Igov	0,053	(**)	0,026	(***)	0,119	(**)
	(0,039)		(0,004)		(0,043)	
TAM	-0,009		-0,039	(***)	-0,236	(***)
	(0,770)		(0,002)		(0,002)	
END	-0,119	(*)	-0,264		-0,293	(**)
	(0,071)		(0,289)		(0,026)	
IDAD	0,004	(**)	0,001		0,001	
	(0,021)		(0,390)		(0,867)	
CON	-0,001		0,001		-0,001	
	(0,603)		(0,514)		(0,904)	
Constante	-0,165		0,427	(***)	3,562	(***)
	(0,646)		(0,001)		(0,000)	
N	30		30		30	
F	2,67(**)		3,11(**)		2,93(**)	
Valor-p	0,047		0,026		0,033	
R <sup>2</sup>	0,239		0,473		0,364	

Fonte: Elaborado pelos autores, 2017.

Legenda: Igov: índice de governança corporativa; ROE: desempenho econômico; Ebitda/Ativo: desempenho operacional; Q de Tobin: desempenho de valor; TAM: tamanho; END: endividamento; IDAD: idade; CON: concentração acionária da firma.

Nota: (\*), (\*\*) e (\*\*\*) representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

De modo geral, observa-se que todos os modelos foram significantes ao nível de 5%. Do exposto, verifica-se que os modelos apresentam moderado poder explicativo, consignando média de 35,9%, devendo-se observar, portanto, que as variáveis independentes e de controle explicam 47,3% do desempenho operacional da empresa do subsetor construção e engenharia. O alto poder explicativo das variáveis mostra-se contrário ao encontrado em estudos empíricos anteriores, que têm evidenciado  $R^2$  entre 4 e 86,7%, assinalando média de 30,1% (CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; ERTUGRUL; HEGDE, 2009; KLAPPER; LOVE, 2004; KRAFFT et al., 2013; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013; SAMI; WANG; ZHOU, 2011; VIEIRA et al., 2011; ZAGORCHEV; GAO, 2015), mostrando-se como intervalar ao encontrado na literatura. Ressalta-se, todavia, que os estudos de Sami, Wang e Zhou (2011) e Zagorchev e Gao (2015) encontraram

resultados de  $R^2$  semelhantes aos apresentados nesta pesquisa.

Na Tabela 6 é possível observar que o Igov exerce influência sobre o desempenho econômico (ROE), operacional (Ebitda/Ativo) e de valor (Q de Tobin), sendo o Q de Tobin o desempenho a sofrer mais influência da governança, com coeficiente 0,12, seguido pelo ROE e pelo Ebitda/Ativo, com coeficientes 0,05 e 0,03, respectivamente.

Esse achado corrobora a literatura nacional e a estrangeira (CATAPAN; COLAUTO, 2014; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; KLAPPER; LOVE, 2004; KRAFFT et al., 2013; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013; ZAGORCHEV; GAO, 2015). Com efeito, os resultados indicam que, para essa amostra específica, e no aspecto temporal, os atributos da governança corporativa – conselho de administração, conflitos de interesses e direitos dos acionistas e transparência – são refletidos nas variáveis de desempenho corporativo – econômico, operacional

e de valor. Nesse sentido, como aponta a teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a governança emerge da necessidade de reduzir os conflitos de agência entre principal e agente, bem como entre principal majoritário e principal minoritário (SILVEIRA; BARROS, 2008; VALADARES; LEAL, 2000). Assim, a governança cria mecanismos – *ex ante* e *ex post* – que beneficiam a empresa na redução dos custos de agência (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Sendo assim, compreende-se que a governança – representada pela síntese dos “resultados de todas as formas de ativismo de boas práticas de governança corporativa” (ROGERS; RIBEIRO, 2006, p. 19), bem como em função dos princípios norteadores, como equidade, transparência, ética, prestação de contas e obediência às leis (IBGC, 2009) – favorece o desempenho corporativo, já que melhora a imagem e a reputação da empresa, de modo a atrair investidores e ajudar a incrementar os resultados empresariais. Compreende-se que as práticas de governança alinham os interesses dos agentes com os dos principais, de modo que os resultados possam ser impetuosamente alcançados.

Convém destacar o papel das variáveis de controle adotadas, observando-se que o tamanho (TAM) influencia negativamente o desempenho, evidenciando que na medida em que o tamanho aumenta, espera-se que o seu desempenho, operacional e de valor, sofra redução. O endividamento (END), por sua vez, influencia negativamente o desempenho corporativo. Nesse sentido, entende-se que as empresas muito endividadas enfrentam dificuldade de captar recursos, o que pode implicar a restrição ou limitação de investimentos por meio dos quais a empresa poderia maximizar suas atividades e, em consequência, incrementar seu desempenho e valor. A idade (IDAD) demonstra influência positiva no desempenho econômico (ROE). Assim, pode-se compreender que a empresa com mais tempo no mercado adquire ganhos de experiência, que a possibilitam obter vantagens competitivas e, de modo consequente, apresentar melhor

desempenho. Por último, a concentração acionária parece não afetar o desempenho corporativo do subsetor construção e engenharia.

A partir desses resultados, e corroborando a teoria da agência, a hipótese de pesquisa – a governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial – foi aceita, ou seja, as práticas de governança das empresas, representada pelas dimensões conselho de administração, conflitos de interesses e direitos dos acionistas e transparência, influencia positivamente o desempenho, econômico, operacional e de valor, das empresas do subsetor construção e engenharia.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob os preceitos da teoria da agência, este estudo se propôs a identificar a correlação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor construção e engenharia listadas na BM&FBovespa. Para tanto, utilizou-se uma amostra reunindo trinta empresas do subsetor construção e engenharia, e como período de análise o exercício de 2013. Desse modo, a análise dos dados possibilitou confrontar algumas considerações acerca da correlação entre o índice de governança, obtido a partir do que preceitua a literatura, e o desempenho empresarial.

De modo geral, verificou-se que o nível de adesão às práticas de governança, relacionadas às dimensões conselho de administração, conflitos de interesses e direitos dos acionistas e transparência, é moderado, já que a proporção de atendimento dos itens foi de 54,7%. Ressalte-se, inclusive, que o segmento construção civil apresentou proporção de atendimento superior à média, adesão correspondente a 58,4%.

Quanto à análise de influência, observou-se que o índice de governança é capaz de influenciar o desempenho, em todos os seus aspectos

analisados: econômico, operacional e de valor. Esses achados corroboram a literatura e a teoria da agência. Foi achado também que dentre os indicadores de desempenho, aquele relacionado ao valor da empresa sofre mais influência das práticas de governança. Deve-se ressaltar, ainda, que o poder explicativo dos modelos mostrou-se bastante expressivo, e assinalou média geral de 35,9%, superior, portanto, à média dos estudos recentes nacionais e estrangeiros, de 30,1%.

Do exposto, a hipótese se a governança corporativa influencia positivamente o desempenho empresarial foi aceita, haja vista que o Igov se mostrou influente e positivo no desempenho empresarial (econômico, operacional e de valor).

Destaca-se que esta pesquisa se insere no escopo de estudos que se fundamentam na teoria da agência e abordam o relacionamento entre a governança e o desempenho corporativo, fornecendo indicações empíricas de que há correlação

entre os construtos, o que contribui, portanto, para enriquecer a área de conhecimento específica.

Ressalta-se, finalmente, que as conclusões levantadas nesta pesquisa limitam-se às empresas desse subsetor específico, assim como ao escopo temporal trabalhado. Além disso, a limitação do trabalho se estende aos fatores de governança corporativa utilizados na pesquisa: conselho de administração, conflito de interesses e direito dos acionistas e transparência.

Diante das limitações, propõe-se para pesquisas futuras a realização de análises comparativas entre subsetores, de modo a contribuir para a identificação das características específicas desses grupos de empresas no desempenho e nas práticas de governança, bem como do seu impacto no desempenho e no valor. Ademais, sugere-se comparar diferentes medidas de governança corporativa presentes na literatura dentro de um mesmo setor econômico, visando identificar especificidades de cada modelo de governança.

## REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, New York, v. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.

ALBUJA, C. D.; GARCIA, F. G.; MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E. Onde investir nos BRICs? Uma análise sob o prisma da organização industrial. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 51, n. 4, p. 349-369, 2011.

ALVES, C. A. M.; MACHADO FILHO, C. A. P. Governança corporativa, responsabilidades dos órgãos de controle e ouvidorias: estudo em bancos no Brasil. *Gestão & Regionalidade*, São Paulo, v. 30, n. 90, p. 89-103, 2014.

ANHALT, A. A. Guidance: entre o risco e a segurança. *Revista Relações com Investidores*, Rio de Janeiro, n. 110, p. 31-33, 2007.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2008.

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*, Amsterdam, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, DF, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CHANG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, Memphis, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

## REFERÊNCIAS

- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas do grau de concentração acionária. *Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, Fortaleza, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DAROSI, G. C. M. Governança corporativa e desempenho financeiro nas sociedades de energia elétrica brasileira. *Caderno profissional de administração: Unimep*, Piracicaba, v. 4, n. 2, p. 1-18, 2014.
- DURNEV, A.; KIM, E. H. *Corporate stability and economic growth*. William Davidson Institute Working Papers Series nº 554. Michigan: William Davidson Institute, 2003.
- EHKIOYA, B. I. Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international Journal of Business in Society*, Bingley, v. 9, n. 3, p. 231-243, 2009.
- ENGENHO – Engenho Editora Técnica Ltda. *Crescimento do setor de construção tem impacto direto nas vendas de caminhões Iveco*. Brasil engenharia, São Paulo, 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/nJFGiE>>. Acesso em: 13 ago. 2015.
- ERTUGRUL, M.; HEGDE, S. Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, Hoboken, v. 38, n. 1, p. 139-160, 2009.
- FERREIRA, R. N. et al. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *Revista de Administração Mackenzie*, São Paulo, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 118, n. 1, p. 107-156, 2003.
- GOTARDELO, D. R. *Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado*. 2006. 140 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.
- ITANI, A. F. Transportes, globalização e as questões da qualidade e produtividade. *Revista dos Transportes Públicos*, São Paulo, v. 8, n. 4, p. 19-31, 1995.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KRAFFT, J.; QU, Y.; QUATRATO, F.; RAVIX, J. Corporate governance, value and performance of firms: new empirical results on convergence from a large international database. *Industrial and Corporate Change*, Cambridge, v. 23, n. 2, p. 361-397, 2013.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, Hoboken, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

## REFERÊNCIAS

- KLOTZLE, M. C.; COSTA, L. A. Governança corporativa e desempenho dos bancos no Brasil. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, Recife, v. 4, n. 4, p. 243-252, 2006.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.
- LAMEIRA, V. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.
- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP*, São Paulo, 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*, Amsterdam, 2005. Disponível em: <<https://goo.gl/5X2zJN>>. 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*, Amsterdam, v. 21, p. 70-80, 2012.
- HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; LOVE, I. *Investor protection, ownership, and the cost of capital*. Policy Research Working Paper nº 2834. Washington, DC: World Bank, 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 Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 15, n. 34, p. 7-22, 2004.
- 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, 2012.
- PEDRUZZI, P. *Construção civil será o grande destaque da economia brasileira em 2012, prevê entidade do setor*. Agência Brasil, Brasília, DF, 8 dez. 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/fS4btp>>. Acesso em: 12 ago. 2015.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. *The governance of the new enterprise*. The National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2000. Disponível em: <<https://goo.gl/rpX5Yj>>. Acesso em: 19 jul. 2015.
- 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, 2008.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Mecanismos de governança corporativa no Brasil: evidências do controle pelo mercado de capitais. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, Fortaleza, v. 4, n. 2, p. 17-28, 2006.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.
- SAMI, H.; WANG, J.; ZHOU, H. Corporate governance and operating performance of chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Amsterdam, v. 20, n. 2, p. 106-114, 2011.



## REFERÊNCIAS

- SILVEIRA, A. D. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, Porto Alegre, v. 14, n. 3, p. 512-540, 2008.
- SILVEIRA, A. D.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.
- SOPEÑA, M. B.; ALMEIDA, F. Estruturas de governança no setor de transporte rodoviário de cargas: o caso dos portos secos do Rio Grande do Sul. *Gestão & Regionalidade*, São Paulo, v. 30, n. 89, p. 20-34, 2014.
- 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*, Brasília, DF, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.
- SOUZA, G. H. S. et al. Corporate governance and performance of the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. *Revista de Negócios*, Blumenau, v. 20, n. 1, p. 13-28, 2015.
- VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, Santiago, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.
- VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; 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*, Blumenau, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.
- WERNKE, R. *Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais*. São Paulo: Saraiva, 2008.
- ZAGORCHEV, A.; GAO, L. Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, Amsterdam, v. 82, p. 17-41, 2015.
- ZYLBERSZTAJN, D. Economia das organizações. In: ZYLBERSZTAJN, D.; NEVES, M. F. (Orgs.). *Economia e gestão dos negócios agroalimentares*. São Paulo: Pioneira, 2010.