

ARTIGOS

INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DE DESEMPENHO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL¹**INTERNATIONALIZATION AND CORPORATE GOVERNANCE: A PERFORMANCE ANALYSIS OF BRAZILIAN PUBLICLY TRADED COMPANIES**

RESUMO

Priscila de Oliveira
deoliveirapriscula.adm@gmail.com
Graduada em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia - MG - BR.

Catarine Palmieri Pitangui Tizziotti
catarinepitangui@ufu.br
Doutora em Engenharia de Produção. Graduação em Administração. Professora Adjunta da Universidade Federal de Uberlândia, em regime de Dedicação Exclusiva, na Faculdade de Gestão e Negócios. Uberlândia - MG - BR.

Fernanda Maciel Peixoto
fernanda.peixoto@ufu.br
Doutora em Administração. Professora Associada da Universidade Federal de Uberlândia, em regime de Dedicação Exclusiva, na Faculdade de Gestão e Negócios. Uberlândia - MG - BR.

Aracy Araújo
aracy@ufu.br
Doutora em Economia Aplicada. Professora Associada da Universidade Federal de Uberlândia, em regime de Dedicação Exclusiva, na Faculdade de Gestão e Negócios. Uberlândia - MG - BR.

Este trabalho tem por objetivo realizar uma análise comparativa entre as empresas de capital aberto internacionalizadas e não internacionalizadas e seus desempenhos, considerando o ROA e ROE dentro dos segmentos de listagem de governança corporativa que ocupam na B3 para o ano de 2017. Para isso, confrontaram-se as médias e os desvios padrões de 152 instituições não financeiras brasileiras por setor, pertencentes a base de dados da Economatica (2017). Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, de natureza quantitativa com a utilização de métodos e técnicas estatísticas. Como variáveis de internacionalização das empresas, utilizaram-se a exportação sobre a receita total e a comercialização de ADRs. Já para a governança corporativa, seguiu-se a classificação dos segmentos de listagem de GC da B3. Os resultados evidenciaram que a maioria dos setores mostra relação positiva para empresas com alta governança e que são internacionalizadas, indicando que empresas com este perfil tendem a ter melhor desempenho, considerando as variáveis estudadas: ROA e ROE. Sugerem-se, como futuras pesquisas, a inclusão de outras variáveis de desempenho, aumentar o período de análise e utilizar outros testes estatísticos.

Palavras-chave: internacionalização; governança corporativa; desempenho econômico-financeiro; empresas de capital aberto.

ABSTRACT

This paper aims to conduct a comparative analysis between internationalized and non-internationalized publicly traded companies and their performances, considering ROA and ROE within the

¹ Artigo indicado para fast-track no Egen 2021

corporate governance listing segments they occupy in B3 for 2017. For this, the averages and standard deviations of 152 Brazilian non-financial institutions by sector, belonging to the Economatica database (2017), were confronted. This research can be classified as descriptive, quantitative in nature with the use of statistical methods and techniques. As variables of internationalization of the companies, exports over total revenue and trading of ADRs were used. As for corporate governance, we followed the classification of the B3's CG listing segments. The results showed that most sectors show a positive relation for companies with high governance and that is internationalized, indicating that companies with this profile tend to have better performance, considering the variables studied: ROA and ROE. It is suggested, as future research, the inclusion of other performance variables, increase the period of analysis, and use other statistical tests.

Keywords: internationalization; corporate governance; economic-financial performance; publicly traded companies.

1 INTRODUÇÃO

A abertura da economia brasileira, na década de 1990, intensificou o processo de globalização da economia nacional e, desde então, houve um aumento das exportações das empresas brasileiras. A Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior declarou que, em 2017, as exportações brasileiras alcançaram a cifra de US\$ 217,7 bilhões, o que representa um crescimento de 17,5% em relação ao ano anterior, com previsão de crescimento de mais 10% em 2018 (FUNCEX, 2017).

De acordo com o Ministério da Economia (BRASIL, 2017), aproximadamente, 25 mil empresas brasileiras exercem atividade no comércio exterior. Nessa perspectiva, empresas procuram opções para melhorar seu desempenho no propósito de preservar a vantagem competitiva, integrando práticas de

gestão transparentes ao seu processo de internacionalização (KROENKE; MARCOS; NASCIMENTO, 2016).

Esse contexto reflete a relação entre as temáticas internacionalização e governança corporativa: por um lado, destaca-se o papel da governança no processo de internacionalização das empresas, à medida que ajuda a reduzir a percepção do risco por parte dos investidores externos (SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), e emprega maior prestação de contas e transparência por parte das companhias (ANDRADE, 2008; SILVEIRA, 2006;). Há uma tendência de essa adoção agregar valor às ações dessas empresas, à medida que as empresas mais bem avaliadas pelo mercado e com melhor desempenho tendem a apresentar maior nível de transparência (LANZANA, 2004). Por outro lado, estudos demonstram o efeito positivo da internacionalização na qualidade da governança (AMARAL *et al.*, 2007).

Existe uma expectativa de que as organizações que aderem ao Novo Mercado tenham melhor desempenho pelo fato de estarem ligadas às melhores práticas de governança corporativa (AGUILERA; JACKSON, 2003). Assim, uma investigação com empresas que possuem essa experiência internacional e melhores níveis de governança pode retratar impactos positivos nos indicadores econômico-financeiros, como o ROA e ROE, por exemplo.

Diversos estudos relacionam a internacionalização com o desempenho das empresas, e os resultados são variados: alguns pesquisadores encontraram uma relação positiva entre o grau de internacionalização e o desempenho da empresa (MOIZINHO *et al.*, 2014; AMARAL *et al.*, 2007; ANDRADE, 2008; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011), outros perceberam um efeito em U, indicando que o desempenho das empresas crescia até um ponto ótimo e depois começava a decrescer (PAULA, 2017; CUNHA, 2016; BANSI, 2017), e alguns ainda encontraram relação negativa entre o grau de internacionalização e o desempenho (ANDRADE; GALINA, 2013; BORSATO, 2015).

Desse modo, o presente trabalho aborda o seguinte problema de pesquisa: **o desempenho das empresas internacionalizadas e listadas no segmento mais alto de governança corporativa é maior do que as que não têm essas classificações?** Assim, objetiva-se, neste trabalho, realizar uma análise comparativa entre as empresas internacionalizadas e não internacionalizadas e seus desempenhos considerando o ROA e ROE dentro dos segmentos de listagem de governança corporativa que ocupam na B3 para o ano de 2017.

Os resultados desta pesquisa são relevantes para investidores, que, em sua maioria visam aos retornos de longo prazo (SILVEIRA, 2006) e, por este motivo, querem entender se o empreendimento tem perspectivas de incrementar valor aos negócios ao longo dos anos. E também porque, ao verificar o desempenho por meio do ROA e ROE, permitem ao administrador avaliar os resultados financeiros em relação aos retornos dos proprietários e aos investimentos, tornando possível entender se empresas internacionalizadas e com alta governança corporativa possuem maiores retornos que as nacionais.

O trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo-se esta introdução. A segunda seção corresponde à revisão de literatura seguida pelos aspectos metodológicos do estudo. A quarta refere-se aos resultados e às discussões encontrados no trabalho e, por fim, apresentam-se as considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção do trabalho, são abordados temas que fundamentam a problemática da pesquisa, procurando estabelecer relações entre a internacionalização, a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro. O primeiro item aborda a internacionalização, o segundo item trata da governança corporativa e da sua relação com a internacionalização, e o terceiro aborda os pressupostos teóricos da relação de ambos com desempenho.

2.1 INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS

A internacionalização se refere tanto a atitudes da empresa para se mover rumo à exportação e representação de vendas, quanto à efetivamente expandir suas atividades para o exterior, instalando subsidiárias em outro país. Em ambos os casos, a premissa básica é que a empresa, primeiramente, se desenvolva nos mercados domésticos e que a internacionalização seja consequência de uma série de decisões incrementais (JOHANSON; WIEDERSHEIM-PAUL, 1975).

Existem muitas formas de determinar a internacionalização de uma empresa, como exportações sobre vendas totais, ativos no exterior sobre ativos totais e distribuição geográfica ou grau de atividade internacional da empresa (DOI). Contudo, observa-se uma grande dificuldade em coletar esses dados, especialmente no que diz respeito aos ativos no exterior sobre ativos totais e distribuição geográfica. Mansi e Reeb (2002) apresentaram uma forma de medir a internacionalização a partir do índice de exportação sobre as vendas e a comercialização de ações na bolsa de Nova York (ADR's). Utilizando essa metodologia, Doidge *et al.* (2005) constataram que empresas sediadas em países com fraca proteção de acionistas têm menores possibilidades de emitir ADRs e que a decisão de emití-las é tomada por empresas que apresentam boa evolução em termos de transparência e de governança corporativa.

Larrinaga (2005) define que a internacionalização pode ser entendida como uma estratégia empresarial de crescimento e diversificação geográfica global, por meio de um processo evolutivo e dinâmico que afeta, gradualmente, todas as atividades da cadeia de valor e a estrutura organizacional da empresa em longo prazo, com crescimento crescente de seus recursos e capacidades no cenário internacional e baseado em um conhecimento incremental.

Desse modo, o crescimento seria uma forma de êxito organizacional. Entretanto, Lu, Xu e Liu (2009) falam sobre a relação en-

tre internacionalização e desempenho. Esta é feita por meio de uma curva em “U” invertido, significando que, à medida que a empresa adentra os mercados exteriores, o seu desempenho aumenta, porém, apenas até chegar a um ponto ótimo, que, quando atingido, qualquer incremento resulta em queda no desempenho. Diversos motivos são apresentados para explicar esse efeito, como o crescimento econômico relativo dos diferentes mercados, riscos econômicos e políticos de certos mercados, aumento da competitividade de empresas estrangeiras, entre outros.

Andrade (2008) sinaliza que a governança corporativa tem papel importante no processo de internacionalização das empresas, já que as boas práticas de governança podem influenciar os investimentos estrangeiros na medida em que visam suavizar o desequilíbrio de informações, reduzindo, assim, os custos de transação. Nesse sentido, Souza, Murcia e Marcon (2011) observaram que a governança corporativa nas organizações provoca uma redução da percepção de risco pelos investidores externos, trazendo maior valorização e liquidez das ações, apresentando relação positiva com a internacionalização.

Em conformidade aos autores, Amaral *et al.* (2007) evidenciaram que as empresas brasileiras de capital aberto classificadas entre as maiores exportadoras e/ou com presença nos mercados de valores internacionais apresentam, na média, indicadores de qualidade de governança corporativa superiores aos das outras empresas. Foi concluído que a média do índice de governança corporativa era superior no grupo de empresas classificadas como internacionalizadas e que a inserção internacional pode ser uma das formas de melhorar a qualidade da governança. Além disso, ficou provado, nesta amostra, que boas práticas de governança também podem ser um fator de competitividade para as empresas e contribuem para o desenvolvimento econômico do país.

Isso ocorreu nos estudos de Moizinho *et al.* (2014) em que uma das etapas consistiu em avaliar o efeito da internacionalização sobre o

nível da governança corporativa, e os resultados evidenciaram que o percentual de exportações tem relação positiva com a qualidade da governança.

Alguns autores como Paula (2017), Cunha (2016) e Bansi (2017) avaliaram o desempenho de empresas internacionalizadas medidos por alguns indicadores, dentre eles ROA e ROE, a fim de entender se, de fato, apresentavam resultados melhores que as nacionais, e esses três estudos tiveram como resultado na apresentação das empresas apresentam um desempenho em formato de U, isto é, elas crescem até certo ponto, mas, ao atingir um ponto ótimo, o desempenho começa a decrescer, perdendo até mesmo para empresas nacionais.

Nonato (2019), por sua vez, encontrou resultados que vão na contramão dos dados e apresentou relação neutra entre internacionalização e as variáveis ROA e ROE, indicando não ser possível afirmar que haja interferência entre os indicadores e a internacionalização. Já Andrade e Galina (2013) e Borsato (2015), encontraram relação negativa entre os indicadores ROA e ROE e internacionalização, alertando, que quanto maior seja o grau de internacionalização, menor o desempenho dessas empresas.

Nesse cenário, ficam reconhecidas a importância da internacionalização e a compreensão do seu relacionamento com as práticas de governança corporativa.

2.2 OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS

A governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos internos e externos que buscam minimizar assimetrias e conflitos de interesses bem como conciliar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre gestão e propriedade (LIMA *et al.*, 2015). De acordo com Correia, Amaral e Louvet (2011) esses mecanismos estão relacionados a temas como composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, modalidades de incentivo aos administradores, proteção aos

acionistas minoritários e transparência das informações publicadas.

No Brasil, com as privatizações e a abertura do mercado nacional, nos anos 1990, o movimento de boas práticas começou a tomar corpo com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015). Tais práticas foram implementadas pela B3 em dezembro de 2000, visando melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um dos segmentos e proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias (B3, 2016).

No país, há uma divisão de segmentos de governança corporativa, no qual os segmentos Mercado Tradicional, Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) representam o grupo com empresas com baixa governança corporativa, e o Novo Mercado (NM) representa o grupo de empresas com elevado grau de governança (B3, 2016). O Novo Mercado foi lançado em 2000 e instituiu, desde sua fundação, um patamar de governança corporativa bastante diferenciado e um padrão exigido pelos investidores para novas aberturas de capital. A listagem nesse segmento da B3 implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle além daquelas práticas já exigidas por lei. As empresas listadas nesse segmento devem ter capital composto exclusivamente por ações ordinárias, isto é, com direito a voto (B3, 2016).

A análise do impacto das listagens nos segmentos da B3 é particularmente interessante porque os padrões brasileiros de proteção aos acionistas minoritários eram muito baixos (CARVALHO; PENNACCHI, 2012). Esse fator fazia que, em 2001, aproximadamente 37% do volume negociado em ações brasileiras ocorresse nas bolsas dos Estados Unidos, devido a uma maior proteção acionária (DYCK; ZINGALES, 2004). Sendo assim, a listagem foi em partes uma reação a essa concorrência, almejando tornar seu mercado de ações mais amistoso e atraente para os investidores nas

empresas brasileiras (CARVALHO; PENNACCHI, 2012).

Para ilustrar esse cenário de não competitividade para investimentos com relação a mercados externos, Nenova (2003) analisou um ranking com 49 países em que o Brasil estava em 24º lugar em termos de direitos dos investidores, 43º em termos de cumprimento da legislação societária e 40º em termos de normas contábeis. Além disso, como a legislação brasileira permite ações com e sem direito a voto, muitas empresas brasileiras são controladas por acionistas majoritários, que possuem uma pequena participação no capital total, mas a maioria das ações com direito a voto da empresa. Esse cenário dava margem para casos comuns de expropriação de ações de acionistas minoritários por esses acionistas dominantes.

Carvalho e Pennachi (2012) observaram, após analisarem períodos anteriores e posteriores à adesão a algum dos níveis de governança da B3, que as empresas tendem a ter um retorno positivo, e até um possível aumento no valor das ações caso a empresa escolha uma listagem especial, especialmente se exigir padrões de governança, além de maior transparência (como N2 e NM).

Em contrapartida, em um cenário anterior e posterior à crise financeira, Peixoto (2012) não encontrou indícios de que uma maior governança corporativa conduz a um desempenho superior, este último representado pelo valor e risco, apenas entre governança e valor. Isto significa que, dependendo das variáveis, é possível que encontre uma relação insignificante ou até mesmo negativa entre os temas estudados.

2.3 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORP. ORATIVA, INTERNACIONALIZAÇÃO E DESEMPENHO

A literatura sinaliza uma relação entre as temáticas governança corporativa, internacionalização e desempenho. Assim como a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce importante papel no

processo de internacionalização de empresas (SILVA, 2014), este exige maiores índices de qualidade de governança, diferentemente das empresas que não participam desse processo (AMARAL *et al.*, 2007).

Catapan e Colauto (2014) constataram uma relação positiva entre a governança e o retorno sobre o ativo (ROA) de modo que a governança corporativa possui relação significativa estatisticamente com o desempenho econômico financeiro, tanto na abordagem de indicadores de desempenho (EBITDA/Ativo, EBITDA/PL e ROA), quanto nos indicadores de mercado (q de Tobin). O resultado foi semelhante ao dos autores Cremers e Nair (2005) e Brown e Caylor (2006) que evidenciam que a relação entre governança corporativa e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e, conseqüentemente, o valor da empresa é positivo o que foi verificado no trabalho de Silveira (2006).

Souza, Murcia e Marcon (2011) identificaram que a emissão de ADR, proxy de internacionalização, está associada ao melhor disclosure econômico e à alta governança. Moizinho *et al.* (2014) encontraram relação positiva entre as variáveis tamanho da firma e crescimento da receita, fortalecendo o argumento que empresas maiores tendem a manter boas práticas de governança e que empresas com expansão no volume de negócios tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos externos. Nos termos da internacionalização, o estudo mostrou que o percentual de exportações tem relação positiva com qualidade da governança corporativa, já referente às ADR's a relação negativa contraria as expectativas de que empresas que lançam ações na bolsa norte-americana tenham impacto direto na qualidade da governança.

Por outro lado, Kroenke, Marcos e Nascimento (2016) constatam que empresas com maior grau de internacionalização não apresentam, necessariamente, maior desempenho sobre as demais e organizações não internacionalizadas ou com baixo grau de internacionalização podem apresentar desempenho satisfatório ou até maior em relação às empresas internacionalizadas.

2.4 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Em conformidade com a literatura apresentada neste trabalho, considerando que a governança corporativa tem incidido, de forma positiva, sobre o retorno das organizações, que muitas organizações têm aderido a patamares cada vez mais elevados de governança e, também que a internacionalização se mostra uma opção de crescimento de mercado e de desempenho, enumeram-se as seguintes hipóteses:

H1: a adesão das empresas a segmentos mais altos de governança corporativa na B3 resulta em aumento no desempenho das empresas.

Essa hipótese é justificada tendo em vista alguns estudos que evidenciam que a governança corporativa tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Silveira, Barros e Famá (2003), confirmaram a expectativa de que empresas com estruturas de governança corporativa mais adequadas às práticas orientadas pelos agentes de mercado obtêm resultados mais satisfatórios. Nesse sentido, Tavares Filho (2006, p. 74) afirma que a governança corporativa “representa uma ferramenta poderosa capaz de alavancar, satisfatoriamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas”. Andrade (2008), por sua vez, observou que empresas têm agregado valor às suas ações, diminuindo o risco percebido pelos investidores, aumentando a transparência e a prestação de contas mediante a adoção de práticas de governança corporativa. Black, Carvalho e Sampaio (2014) verificaram que o valor de mercado medido pelo q de Tobin de empresas brasileiras com ações na Bolsa melhoraram, significativamente, por causa das práticas de governança corporativa, no período de 2004 a 2009.

H2: as empresas que são listadas no segmento Novo Mercado na B3 e são internacionalizadas, apresentam desempenho maior do que as que não são.

Essa hipótese é justificada tendo em vista que Nenova (2003) apresenta, em seus estudos, que intervenções que possam tornar o mercado de ações mais atrativo para investidores são importantes. Amaral *et al.* (2007) evidenciaram

que as empresas brasileiras de capital aberto classificadas entre as maiores exportadoras e/ou com presença nos mercados de valores internacionais apresentam, na média, indicadores de qualidade de governança corporativa superiores aos das outras empresas. Em adição, Andrade (2008) sinaliza que a governança corporativa tem papel importante no processo de internacionalização das empresas, já que as boas práticas de governança podem influenciar os investimentos estrangeiros na medida em que visam suavizar o desequilíbrio de informações, reduzindo, assim, os custos de transação. Nesse sentido, Souza, Murcia e Marcon (2011) observam que a internacionalização abrange, fortemente, a governança corporativa nas organizações, trazendo maior valorização e liquidez das ações. Além disso, em sua análise sobre a relação entre as variáveis nível de governança e grau de internacionalização, concluíram que empresas com baixa governança negociam títulos no mercado de capitais brasileiro, enquanto as de alta governança emitem títulos na bolsa de valores norte-americana.

3 METODOLOGIA

Fazem parte da amostra desta pesquisa as empresas de capital aberto listadas na B3 com ações comercializadas na BM&FBovespa, no ano de 2017 excluindo as instituições financeiras. Nesse sentido, a amostra do trabalho contém 152 empresas, divididas em oito setores econômicos: Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos, Petróleo, Saúde, Tecnologia da Informação e Utilidade Pública. Estas foram separadas entre internacionalizadas e não internacionalizadas de acordo com Mansi e Reeb (2002) que utilizaram de duas variáveis comumente empregadas, sendo o índice de exportação sobre vendas e a comercialização de ações na bolsa de Nova York (ADR's), para mensurar o grau de internacionalização das empresas no Brasil.

Vale ressaltar que, para a totalidade dos dados, foram utilizadas ambas as classificações e que o Índice de Exportação sobre Vendas foi retirado na

íntegra da Revista Exame 500 Maiores e Melhores Edição 2017 e a Comercialização de ADR's foi retirada do Economática com valor já calculado.

Os índices utilizados para medir o desempenho econômico foram ROA (Return on Assets) e o ROE (Return on Equity) utilizados também nos estudos de Dalton e Daily (1999), e de Malieni (2003). Ambos índices são calculados por meio das demonstrações financeiras das empresas (ASSAF NETO, 2003).

O ROE é calculado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (o total de recursos próprios investidos); tal indicador mede o retorno obtido sobre o investimento dos proprietários da empresa, e é uma função da rentabilidade das vendas (as margens líquidas) e do giro do patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2003). O ROA é calculado pela relação entre o lucro líquido e o ativo total. Esta taxa mede a eficiência global da administração da empresa na geração de lucros com seus ativos disponíveis (ASSAF NETO, 2003). Os valores das variáveis foram encontrados já calculados no Economática para o ano de 2017.

Por fim, para responder ao problema de pesquisa exposto no início deste trabalho, foi realizada uma análise comparativa entre as médias e desvios padrões do ROA e ROE das empresas de cada setor para as empresas não internacionalizadas e internacionalizadas, considerando o segmento de listagem na B3.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

De modo a tornar as análises mais abrangentes, as empresas foram agrupadas por setores, separando as empresas internacionalizadas das não internacionalizadas e também o nível de governança em que a empresa estava listada na B3. A separação foi feita considerando que o Novo Mercado estabeleceu, desde sua criação, um padrão de governança corporativa bastante diferenciado, pois conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Isso porque as empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON) (B3, 2016).

O quadro 1 apresenta as características das empresas investigadas separadas por setor para maior acuracidade dos dados, discriminando-as com relação à ocorrência de internacionalização no período estudado e à adesão aos níveis de governança corporativa diferenciados da BM&FBovespa, sendo consideradas Baixo Nível de Governança (Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2) e Alto Nível de Governança (Novo Mercado).

Quadro 1 - Comportamento das empresas analisadas em relação à ocorrência de exportação e à adesão aos níveis de governança corporativa da B3 em 2017

SECTOR	EMPRESAS INTERNACIONALIZADAS			EMPRESAS NÃO INTERNACIONALIZADAS			TOTAL AMOSTRA
	BAIXO NÍVEL GOVERNANÇA	ALTO NÍVEL GOVERNANÇA	TOTAL COM EXP	BAIXO NÍVEL GOVERNANÇA	ALTO NÍVEL GOVERNANÇA	TOTAL SEM EXP	
Bens Industriais	4	8	12	2	12	14	26
Consumo cíclico	1	5	6	5	36	41	47
Consumo não cíclico	1	8	9	0	6	6	15
Materiais básicos	6	4	10	3	3	6	16
Petróleo	0	3	3	0	5	5	8
Saúde	0	1	1	0	9	9	10
Tecnologia da Informação	0	1	1	0	2	2	3
Telecomunicações	1	1	2	0	0	0	2
Utilidade pública	2	2	4	12	9	21	25
Total	15	33	48	22	82	104	152

Fonte: adaptado de Revista Exame (2017) e B3 (2016).

Com intuito de entender o comportamento dos indicadores e analisar as relações entre eles, foram utilizados dados das empresas de modo a responder às hipóteses sugeridas nesta pesquisa: foi calculada a média dos indicadores de desempenho ROA e ROE das empresas por setor considerando seu segmento de listagem na B3 como forma de verificar o perfil dos indicadores econômicos e financeiros das empresas quanto aos segmentos mais altos de governança. Em seguida, foi feita a mesma análise por setores em que as empresas possuíam alta governança e eram internacionalizadas para verificar se essas possuíam desempenho maior que as demais.

A tabela 1 aponta a comparação entre os indicadores para todos os setores, trazendo os resultados de desempenho segundo a hipótese 1, qual seja a adesão das empresas a segmentos mais altos de governança corporativa na B3 afere aumento no desempenho das empresas.

Tabela 1 - Média dos índices econômico-financeiros referentes à governança corporativa no ano de 2017 para todos os setores

	Baixa Governança		Alta Governança		
	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	
Bens industriais	ROA	-3,60	16,50	0,81	18,07
	ROE	9,79	7,80	10,92	21,14
Consumo cíclico	ROA	4,42	6,76	4,56	8,52
	ROE	8,84	15,08	9,84	17,04
Consumo não cíclico	ROA	1,80	0,00	2,11	9,14
	ROE	4,54	0,00	5,55	18,86
Materiais básicos	ROA	5,37	7,49	1,05	4,48
	ROE	14,49	23,69	-3,86	23,65
Petróleo	ROA	-	-	2,08	4,84
	ROE	-	-	8,07	6,99
Saúde	ROA	-	-	9,58	11,25
	ROE	-	-	15,23	18,64
Tecnologia da informação	ROA	-	-	2,12	4,34
	ROE	-	-	1,75	9,65
Telecomunicações	ROA	-9,70	0,00	3,79	0,00
	ROE	0,00	0,00	6,80	0,00
Utilidade pública	ROA	0,50	11,91	3,08	4,25
	ROE	-2,59	43,69	5,25	19,24

Fonte: elaboração própria.

A tabela 2 aponta a comparação entre os indicadores para todos os setores, trazendo os resultados de desempenho segundo a hipótese 2, qual seja, as empresas que são adeptas ao segmento Novo Mercado na B3 e são internacionalizadas, apresentam desempenho maior do que as que não são.

Tabela 2 - Média dos índices econômico-financeiros referente à internacionalização no ano de 2017 para todos os setores

	Internacionalizadas		Não Internacionalizadas		
	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	
Bens industriais	ROA	8,98	17,52	-4,64	16,95
	ROE	8,12	8,47	12,69	26,60
Consumo cíclico	ROA	12,74	11,69	3,39	7,52
	ROE	20,23	4,86	8,31	17,68
Consumo não cíclico	ROA	2,22	4,14	1,96	13,89
	ROE	-0,65	17,48	17,95	16,85
Materiais básicos	ROA	2,84	4,31	-2,52	2,46
	ROE	4,91	13,86	-21,41	35,99
Petróleo	ROA	5,23	0,36	0,19	5,39
	ROE	14,63	1,58	3,16	4,56
Saúde	ROA	9,09	0,00	9,64	12,02
	ROE	18,79	0,00	14,79	19,87
Tecnologia da informação	ROA	-2,80	0,00	4,58	1,19
	ROE	-9,39	0,00	7,32	0,10
Telecomunicações	ROA	3,79	0,00	0,00	0,00
	ROE	6,80	0,00	0,00	0,00
Utilidade pública	ROA	4,69	2,38	2,72	4,59
	ROE	12,75	2,31	3,59	21,09

Fonte: resultados da pesquisa.

Nota-se que, para o setor de bens industriais, o indicador médio se apresentou maior tanto para o ROA, quanto para o ROE no segmento de NM, representado pela Alta Governança, mostrando que a alta governança impacta, positivamente, no desempenho dessas empresas. O desvio-padrão foi maior no caso da alta governança também, devido ao impacto do resultado negativo de uma empresa naquele ano.

No que tange à internacionalização, a tabela 2 mostra um ROA expressivamente maior para empresas internacionalizadas, com apenas uma empresa apresentando resultado negativo. Isso é 58,3% da amostra com ineficiência na geração de lucros com seus ativos disponíveis. Já no caso do ROE, empresas não internacionalizadas apresentam um resultado melhor, com quatro empresas apresentando resultados acima de 20. Contudo, nas empresas internacionalizadas, apenas um apresenta resultado negativo e o mesmo é de -0,2.

Referente ao setor de consumo cíclico, verifica-se o mesmo comportamento, tanto em relação ao ROA, quanto ao ROE, estando em consonância com o setor anterior e com a pesquisa de Andrade (2008). O setor é bastante significativo, contendo 47 empresas das quais apenas 13 listadas no NM apresentam resultados negativos, enquanto as de baixa listagem estão seis empresas, com uma apresentando saldo negativo. Além disso, o desvio-padrão menor indica que a disparidade de dados é menor na baixa governança, o que mostra que nenhuma empresa apresentou números muito grandes como ocorre em três empresas do NM.

No quesito internacionalização, os retornos para as empresas internacionalizadas são de 3,75 vezes maior para o ROA e 2,43 vezes maior para o ROE. Esses dados apontam, para o setor, a rentabilidade das empresas e a eficiência de administração na geração de lucros é

bastante maior para empresas que possuem atividades com/em outros países.

No que diz respeito ao consumo não cíclico, apenas uma empresa se classifica como de baixa governança, o que impossibilita o cálculo do desvio. Das outras 14 empresas listadas no NM, cinco possuem resultado negativo. A análise para o setor se torna comprometida por haver amostra reduzida em segmentos mais baixos, em contrapartida há uma certa vantagem para as empresas do setor em conseguir investimentos visto que praticamente, todas as empresas do setor estão no segmento mais elevado de governança corporativa.

Para a questão do impacto da internacionalização, o mesmo que se vê no setor de bens industriais. O ROA se mostrou com um valor superior, indicando um maior retorno sobre ativos do que empresas nacionais, entretanto o ROE se mostrou com um valor negativo para empresas internacionalizadas e de 17,95 para empresas nacionais. São três empresas apresentando resultados negativos, entretanto as demais se sobressaíram por se tratar do setor alimentício, que, normalmente, movimentam bilhões todos os anos, de acordo com a Exame (2019).

Tal relação negativa no ROE contraria alguns estudos, como de Pereira e Sheng (2013) que dizem que empresas com expansão no volume de negócios tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos internos, já que quatro das seis empresas do setor apresentam resultados bastante positivos no quesito rentabilidade no total de recursos próprios.

O setor de materiais de consumo refuta a primeira hipótese apresentada neste trabalho, apresentando resultados superiores para empresas dos segmentos tradicionais, N1 e N2 de governança corporativa listados na B3. Tal feito vai contra o argumento de Tavares Filho (2006) que buscou analisar se houve mudança significativa na rentabilidade e valor total de mercado das companhias, após adesão ao Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de governança corporativa na B3 e encontrou que, quando analisadas em conjunto, verificou-se uma mudança

significativa positiva ROA, ROE e valor médio das empresas, após a adesão ao NM.

Por outro lado, o resultado encontrado para o setor corrobora os trabalhos de Lameira e Ness Júnior (2011), Catapan, Colauto e Barros (2013) e Tavares (2016) que não encontraram relação positiva ou significativa entre os indicadores de desempenho utilizados para medir as empresas em análise e a adesão aos maiores níveis de listagem nos segmentos de governança da B3.

Nota-se, porém, que a segunda hipótese é aceita para esse setor, mostrando que as empresas nacionais possuem desempenho menor que as internacionalizadas, com um desvio maior para o ROE dessas empresas. Que contribui com os estudos de Chiavenato (2006), no qual diz que as organizações bem-sucedidas tendem ao crescimento e à ampliação das atividades, seja em tamanho e recursos, seja na expansão de mercados ou volume de operações.

Ainda neste íterim, o trabalho de Andrade e Galina (2013) argumenta que empresas necessitam mitigar financiamento no exterior de modo a compensar a ineficiência da gestão interna e uma necessidade para continuidade das operações.

No setor de petróleo, não houve empresas listadas em baixa governança, mas evidenciam-se resultados positivos para 100% das empresas listadas no Novo Mercado, apoiando a hipótese de que a listagem mais alta impulsiona os resultados.

No que tange à internacionalização, o setor de petróleo traz mais uma relação positiva entre as variáveis ROA e ROE. Nas internacionalizadas, todas as empresas apresentam resultados positivos nos dois indicadores, já nas não internacionalizadas, 40% das organizações mostram resultados negativos em ROA e 25% em ROE.

Isso se nota para o setor de saúde, com domínio no NM para a classificação das empresas, também com todas apresentando resultado negativo. A hipótese fica fortalecida também nesse caso, pelo resultado positivo das empresas, embora não haja como fazer comparação.

Esse processo já observado referente à internacionalização se dá nas empresas do setor de saúde, com uma pequena diferença no ROA, tendendo a um melhor resultado nas empresas nacionais. Isso ocorre devido ao setor ser majoritariamente nacional no período analisado, e possuir apenas uma empresa em mercado internacional. Ademais, apenas uma empresa nacional apresentou resultado negativo, o que é apenas 11% em relação aos saldos positivos.

O setor de tecnologia da informação mostra o mesmo cenário, não possuindo empresas em baixa listagem de governança. Esse fato embasa o exposto pelo IBGC (2015) em que os investidores são mais propensos a pagar valor maior por empresas que adotassem boas práticas de governança e que tais práticas não estivessem somente associadas aos interesses dos proprietários, mas também a longevidade das empresas.

O resultado é negativo para a única empresa internacionalizada do setor de tecnologia da informação e positivo para as demais duas nacionais. Este saldo vai na contramão da pesquisa de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Lameira (2012) em que se encontra a qualidade da governança corporativa e comercialização de títulos no mercado financeiro norte-americano tenham relação direta.

No caso do setor de telecomunicações, há apenas duas empresas no período analisado, sendo a que está em baixa governança apresenta resultado negativo no ROA e não apresenta dados para ROE. Ainda assim, a alta governança se sobressai em resultados, como visto em outros setores.

No quesito internacionalização, apenas uma apresenta atividade no exterior, e está no NM, visto que o resultado neste caso é pouco conclusivo para o período analisado.

No caso do setor de utilidade pública, visto nos segmentos que confirmam a primeira hipótese aconteceu. Apenas 9% das empresas do NM tiveram seus resultados negativos em ROA e ROE, contra 28% das listadas em baixa governança, em consonância com Silveira (2006), que assegura que devido ao fato da

adoção de boas práticas de governança corporativa viabilizar diminuição de riscos, e empregar maior prestação de contas e transparência por parte das companhias, há uma tendência de essa adoção agregar valor às ações dessas empresas.

Por fim, com relação à internacionalização, aceita-se a segunda hipótese, de que as empresas pertencentes ao novo mercado e internacionalizadas apresentam desempenho melhor, e segundo o desvio-padrão, os desempenhos são até mais lineares que as nacionais.

Face aos resultados obtidos pelas tabelas, referentes às análises das hipóteses, presenciavam-se mais cenários favoráveis às hipóteses do que contra, uma vez que no tema governança corporativa alta e desempenho de cinco de nove setores, tais quais: Bens Industriais, Consumo cíclico, Consumo não cíclico, Telecomunicações e Utilidade pública, apresentam desempenho superior referente aos indicadores médios em ROA e ROE. Isso considerando que os setores de Petróleo, Saúde e Tecnologia da informação não são passíveis de comparação devido terem somente empresas no NM.

No tema internacionalização sob a ótica da alta governança e desempenho, observa-se que os setores de Bens industriais, Consumo cíclico, Materiais básicos, Petróleo e Utilidade pública comprovam a hipótese, mostrando desempenhos superiores às médias de empresas internacionalizadas. Apenas o setor de Tecnologia da Informação refuta a hipótese, indo de encontro aos estudos de Andrade e Galina (2013) e Borsato (2015).

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo principal realizar uma análise comparativa entre as empresas internacionalizadas e não internacionalizadas e seus desempenhos considerando o ROA e ROE dentro dos segmentos de listagem de governança corporativa que ocupam na B3 para o ano de 2017. Foram determinadas como variáveis dependentes para representar o desempenho, o retorno sobre os ativos totais (ROA) e

o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), medidas também utilizadas em estudos que relacionam desempenho e internacionalização, como Dalton e Daily (1999), Malieni (2003).

As hipóteses H1 e H2 foram ancoradas nas teorias de que a adesão das empresas a segmentos mais altos de governança corporativa na B3 afere aumento no desempenho destas, conforme Andrade (2008) e Black, Carvalho e Sampaio (2014) e que as empresas que são adeptas ao segmento Novo Mercado na B3 e são internacionalizadas, apresentam desempenho maior do que as que não são de acordo com Nenova (2003) e Souza, Murcia e Marcon (2011).

O objeto de estudo envolveu uma amostra de 152 empresas brasileiras de capital aberto não financeiras, no ano de 2017. A qualidade da governança corporativa foi medida pelo segmento de listagem em que a empresa se classificava, sendo Mercado Tradicional, N1 e N2 considerados baixa governança e NM alta governança, assim como indica a BM&FBovespa (2016), que este último conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. Para medir a internacionalização foram utilizados os índices do argumento de Mansi e Reeb (2002) que usaram o índice de exportação sobre vendas e a comercialização de ações na bolsa de Nova York (ADR's).

O tratamento dos dados se deu calculando o indicador médio dos índices de desempenho ROE e ROA, primeiro para verificar H1 e em seguida H2. A primeira etapa do trabalho avaliou o efeito da alta governança no desempenho das empresas divididas por setores, e cinco dos nove setores aceitaram H1, apresentando valor médio superior para as empresas pertencentes ao NM, sendo que os três setores: Petróleo, Saúde e Tecnologia da Informação, nem mesmo possuíam empresas com listagem baixa, inviabilizando a análise comparativa. Dessas empresas, 94,7% já entraram na listagem no NM da B3, o que indica que, para esses setores, a necessidade de oferecer mais confiabilidade e segurança aos investidores é necessária, de modo que, nas listagens mais baixas, a atratividade será menor. Os resultados validam

os estudos de Catapan e Colauto (2014). Por outro lado, a relação negativa no setor de Materiais básicos legitima a pesquisa de Andrade e Galina (2013) que argumentam que empresas necessitam mitigar financiamento no exterior de modo a compensar a ineficiência da gestão interna e uma necessidade para continuidade das operações, bem como os trabalhos de Lameira e Ness Júnior (2011) e Tavares (2016).

A segunda fase do estudo examinou se empresas que se classificam no maior nível de segmentação na B3 e são internacionalizadas possuíam maior desempenho (KLAPPER; LOVE, 2004; PEREIRA; SHENG, 2013). Comparando-se as médias, cinco segmentos legitimaram a hipótese, sendo Bens Industriais, Consumo cíclico, Materiais básicos, Petróleo e Utilidade pública, apresentando resultados em ROA e ROE maiores para empresas internacionalizadas. Em contrapartida, o setor de Tecnologia da Informação refutou a hipótese, com sua única empresa internacionalizada, apresentando saldo negativo. No setor de Consumo não cíclico, o ROA foi maior, porém o ROE foi negativo e menor e, no de Saúde, o ROA foi menor e o ROE maior, porém, apenas uma empresa no setor era internacionalizada, o que restringe a amostra de forma não representativa.

De modo geral, os resultados confirmam as hipóteses deste estudo e de outros que dizem que empresas com expansão no volume de negócios tendem a apresentar melhores indicadores de desempenho e índices de governança como forma de atrair investimentos externos (IQUIA-PAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; PEIXOTO, 2012; PEREIRA; SHENG, 2013).

De forma prática, este trabalho contribui para que investidores analisem, para o ano especificado, quais setores estão apresentando maior desempenho nos indicadores trazidos para análise, quanto de valor está sendo gerado para cada real de investimento feito pelos sócios, quanto de lucro a empresa está obtendo em favor dos ativos, e o que esperar da empresa para os próximos anos, agregando a este resultado apresentado uma análise histórica do setor. Os indicadores escolhidos medem fato-

res como lucro líquido, vendas líquidas, giro de ativos e patrimônio líquido, que são importantes medidores de desempenho na demonstração de resultados de uma organização.

Destacam-se, como uma entre as limitações da pesquisa, as variáveis utilizadas de valor e desempenho, visto que existem outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Outra limitação encontra-se no período utilizado, pois apenas um ano-base foi considerado. Para os próximos estudos, recomenda-se ampliar o período de análise, bem como a amostra, tomando outras perspectivas de desempenho distintas daquelas utilizadas nesta pesquisa. A utilização de outros testes estatísticos também é uma consideração pertinente.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 447-465, jul. 2003.
- AMARAL, H. F. *et al.* Qualidade da governança corporativa das empresas na BOVESPA e internacionalização: Evolução 2002 – 2005. In: CONGRESSO DO INSTITUTO FRANCO-BRASILEIRO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS, 4., 2007, Porto Alegre. **Anais [...]**. Porto Alegre: IFBAE, 2007.
- ANDRADE, G. A. R. Estudo econométrico dos efeitos da migração para o IGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Internext**, v. 3, n.1, p. 39-53, 2008.
- ANDRADE, A. M. F.; GALINA, S. V. R. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 17, n. 2, p. 239-262, 2013.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BANSI, A. C. **O papel da sustentabilidade organizacional na relação entre o grau de internacionalização e o desempenho de empresas multinacionais**. Tese (Doutorado em Administração de Organizações) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2017.
- BMFBOVESPA. **Sobre segmentos de listagem**. 2016. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 30 set. 2018.
- BORSATO, R. B. **Os efeitos da internacionalização na rentabilidade de empresas não financeiras do Brasil**. 2015. 97 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais Aplicadas) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2015.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review, Revista Elsevier**, n 20, p. 176-195, 2014.
- BRASIL. Ministério da Economia. **Empresas Brasileiras Exportadoras e Importadoras**. Brasília, DF: Ministério da Economia, 2017. Disponível em <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/empresas-brasileiras-exportadoras-e-importadoras>. Acesso em: 21 out. 2019.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. C. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 1, p. 409-434, 2006.
- CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. **The Journal of Finance**, v. 1, n. 18, p. 883-903, 2012.
- 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**, 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.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- CREMERS, K. J. M.; NAIR, V. B. Governance Mechanisms and Equity Prices. **Journal of Finance**, v. 60, n. 1, p. 2859-2894, 2005.
- CUNHA, P. F. **A relação entre a internacionalização e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto**. 2016. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, 2016.
- DALTON, D. R.; DAILY, C. M. Number of Directors and Financial Performance: a Meta Analysis. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 6, 1999.
- DOIDGE, C. *et al.* **Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision**. ECGI - Finance Working Paper n. 77, Dice Center Working Paper n. 2. 2005.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- EXAME. **Indústria brasileira no setor alimentício tem previsão positiva para 2019**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/negocios/dino/industria-brasileira-no-setor-alimenticio-tem-previsao-positiva-para-2019/>. Acesso em: 17 out. 2019.
- FUNCEX. **Informativo Balança Comercial 2017**. Disponível em <http://www.funcex.com.br/publicacoes/boletins/destaque.asp?opb=1>. Acesso em: 21 out. 2019.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/codigo-ibgc.htm>. Acesso em: 30 set. 2018.
- IQUIAPAZA, R.; LAMONIER, W.; AMARAL, H. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock Exchange. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1.001-1.014, 2008.
- JOHANSON, J.; WIEDERSHEIM-PAUL, F. The internationalization of the firm—four Swedish cases. **Journal of Management Studies**, v. 12, n. 3, p. 305-322, 1975.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- KROENKE, A.; MARCOS, C.; NASCIMENTO, J. C. Desempenho Econômico-Financeiro e o Grau de Internacionalização de Empresas Listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 16., 2016, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo, 2016.
- LAMEIRA, V. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 16, n. 3, p. 33-52, 2011.
- LANZANA, A. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2004.
- LARRINAGA, O. V. The Internationalization of the Firm and Multinational Enterprise: a Contemporary Conceptual Review. **Cuadernos de Gestión**, v. 5, n. 2, p. 55-73, 2005.

- LIMA, L. C. *et al.* Reputação e Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Adm. Faces Journal**, v. 14, n. 2, p. 8-43, 2015.
- LU, J.; XU, B.; LIU, X. The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. **Management International Review**, v. 49, n. 4, p. 455-478, 2009.
- MALIENI, W. J. **Práticas de Governança Corporativa e Geração de Valor para acionistas**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2003.
- MANSI, S. A.; REEB, D. M. Corporate diversification: what gets discounted? **The Journal of Finance**, v. 57, n. 5, p. 2167-2183, 2002.
- MOIZINHO, L. C. S. *et al.* Governança corporativa e internacionalização: uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 40, p. 104-122, 2014.
- NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.
- NONATO, G. G. **Efeitos do grau de internacionalização sobre performance e valor em multinacionais brasileiras**. 2019. 74 f. Dissertação (Mestrado) - FGV EAESP, 2019.
- PAULA, L. S. **A relação entre internacionalização e o desempenho das empresas: o caso do Brasil**. 2017. Dissertação (Mestrado) - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, 2017.
- PEIXOTO, F. M. **Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise**. 2012. Tese (Doutorado em administração) - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- PEREIRA, V. S.; SHENG, H. H. Os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Propriedade. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 13., 2013, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro, 2013.
- SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2014.
- SILVEIRA, A. D. M. D.; BARROS, L. A. B. D. C.; FAMÁ, R.. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 3, n. 43, p. 50-64, 2003.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- 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.
- TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa**. 2006. 170f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- TAVARES, V. B. **Níveis de governança corporativa e desempenho: uma validação por meio de redes neurais artificiais**. 2016. 92 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2016.