

**INVESTIMENTOS DE CAPITAL ESTRANGEIRO NAS EMPRESAS ABERTAS
BRASILEIRAS: Efeito do Nível de Governança Corporativa da B3**

ALMINEIDE NOGUEIRA DUARTE
FACULDADE FUCAPE (FUCAPE)

SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS
FACULDADE FUCAPE (FUCAPE)

INVESTIMENTOS DE CAPITAL ESTRANGEIRO NAS EMPRESAS ABERTAS BRASILEIRAS: Efeito do Nível de Governança Corporativa da B3

Resumo

A introdução, no Brasil, de padrões contábeis internacionais, obrigatórios para empresas de capital aberto a partir de 2010, contribuiu para uma maior transparência e para a melhoria da capacidade de análise da situação econômico-financeira das empresas por partes interessadas e provedores de capital estrangeiro. Isso é um princípio básico para as boas práticas de governança corporativa. Dessa forma, o objetivo deste estudo foi investigar o impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na participação de capital estrangeiro no capital social de 269 empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2017. Foram utilizados dados de fontes secundárias, tratados estatisticamente por meio de regressão de dados em painel. Os resultados indicaram que a participação de capital estrangeiro nas empresas brasileiras é explicada pela adesão a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, pelo nível em si e pelos juros reais. Com isso, o estudo contribui para vários campos de conhecimento: finanças, internacionalização financeira por meio de investimento direto em empresas e governança corporativa e adesão a níveis diferenciados de governança, tendo como pano de fundo de fundo a visão baseada em recursos, no contexto de otimização de recursos financeiros pelas empresas.

Palavras-chave: Internacionalização Financeira, Governança Corporativa, Empresas de Capital Aberto, Nível Diferenciado B3.

1. Introdução

A dinâmica dos mercados internacionalizados foi observada por Santos, Vasconcelos e Luca (2015), que destacaram a importância da adaptação estratégica e estrutural da empresa, compreendendo a necessidade por informações ancorada pelo modelo de governança corporativa dominante no país. Para crescer, as empresas necessitam recorrer a um maior financiamento externo e, para consegui-lo, devem possuir boa governança corporativa (Mapurunga, Ponte, & Oliveira, 2015).

O aprimoramento da divulgação de informações está dentre as condições para esse movimento de obtenção de capital estrangeiro no financiamento das empresas, sendo componente da adoção de boas práticas de governança corporativa, contribuindo para melhorar a gestão e o desempenho organizacional, incrementando o valor de mercado e reduzindo a assimetria de informação (Pinheiro *et al.*, 2017). A internacionalização relacionada ao capital social da empresa, por meio da atração de investidores estrangeiros, pode ampliar vantagens competitivas (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013).

Santos *et al.* (2011) apontam que a qualidade da informação contábil, para fins de divulgação, pode ser afetada quando se tratar de padrões contábeis distintos, o que dificulta a avaliação e a comparação do desempenho e da eficiência econômica entre empresas de diferentes países. Assim, a convergência aos padrões internacionais de contabilidade, seguindo os *International Financial Reporting Standards* (IFRS), a partir de 2010, permitiu ao Brasil participar de um sistema global comparável e transparente, que pode melhorar a qualidade da informação contábil e beneficiar as empresas no mercado de capitais (Santos, Ponte, & Mapurunga, 2014).

Para Santos, Vasconcelos e Luca (2015), riscos provenientes da diversificação internacional das atividades da empresa podem ser corroborados pela governança corporativa, ao mitigar os conflitos de interesse e de assimetria informacional. Em conformidade com

Braga (2017), as IFRS requerem informações de alta qualidade - transparentes e comparáveis - para que possam auxiliar o processo de tomada de decisão no mercado de capitais global.

Apesar do exposto, a relação entre a atração de investidores por meio da participação de capital estrangeiro e a estrutura de governança corporativa ainda não foi devidamente explorada na literatura, especialmente no caso do Brasil. Diante disso, este estudo teve o objetivo de investigar o impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na participação de capital estrangeiro no capital social de empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3.

Dessa forma, pretende-se contribuir para a discussão da internacionalização financeira, dentro da qual está a de mercado de capitais, haja visto os estudos recentes que abordam a internacionalização dessas empresas (Souza, Passos, & Portugal, 2017); na relação entre a capacidade para inovação e a internacionalização da empresa (Santos, Vasconcelos, & Luca, 2013); e na relação entre país de destino e endividamento de empresas multinacionais brasileiras (Ribeiro, Pereira, & Ribeiro, 2017).

Pode-se destacar alguns estudos que abordam parcialmente o tema principal desta pesquisa, tais como: Erfurth e Bezerra (2013), que estudaram os segmentos diferenciados de governança corporativa e a observância dos princípios contábeis; Nascimento *et al.* (2018), que averiguaram a adoção de práticas de governança corporativa como alternativa para mitigar conflitos de agência; Martins e Paulo (2014), que abordaram a relação entre assimetria de informação e governança corporativa; Moizinho *et al.* (2014), Santos, Vasconcelos e Luca (2015) e Brandão *et al.* (2015), que analisaram os efeitos da internacionalização associada à qualidade da governança corporativa; Lameira (2012), que investigou a associação entre governança corporativa e risco de mercado; e Maia, Vasconcelos e Luca (2013) que compararam a representatividade do capital estrangeiro no capital social considerando os segmentos de listagem na B3.

Especificamente, com relação à adoção das IFRS, há estudos de temas como: melhoria da qualidade de previsões para analistas financeiros no ramo petrolífero (Domingues & Nakao, 2017); efeito da adoção das IFRS na qualidade da informação contábil com as *proxies* de conservadorismo condicional, gerenciamento de resultados e *value relevance* (Damascena, Duarte, & Paulo, 2017); e nível de gerenciamento de resultados em países na América Latina, comparando com as principais empresas anglo-saxônicas e europeias continentais que adotaram as IFRS (Rathke *et al.*, 2016).

A descrição acima permite admitir que estudos que relacionem a melhoria da estrutura de governança de empresas brasileiras à participação de capital estrangeiro nelas ainda não forma feitos, o que justifica o objetivo deste estudo. Partiu-se do pressuposto de que a adoção dos padrões internacionais contábeis no Brasil privilegia a transparência das empresas e, conseqüentemente, contribui para uma melhor governança corporativa. Esse contexto estimularia investimentos estrangeiros em participações acionárias em empresas brasileiras, indicando o aumento da participação de capital estrangeiro em suas estruturas de capital.

2. Referencial Teórico

3. 2.1 Participação do capital estrangeiro na estrutura de capital

O movimento de internacionalização evidenciou a necessidade de investigar a estrutura de capital associada às estratégias e formas de endividamento das empresas (Ribeiro, Pereira, & Ribeiro, 2017). Empresas com base de conhecimento mais amplas, avaliam e julgam melhor a viabilidade de oportunidades e isso depende das distintas experiências de aprendizado (Andrevski, Brass, & Ferrier, 2016). Para Costa *et al.* (2018) a teoria *Resource-Based View* (RBV) cobre aspectos relacionados aos recursos internos da empresa e a tomada de decisão estratégica depende de como os tomadores usam recursos internos e externos para

o sucesso da empresa. No âmbito dos recursos disponíveis para a empresas estão os recursos financeiros, que têm relação com a estrutura de capital.

O exame feito da relação entre características internas ou recursos das firmas e a implantação de estratégias que visam o aprimoramento de sua performance segundo Bretas, Galetti e Rocha (2019) é uma das finalidades da RBV, que postula a ocorrência, nos recursos das firmas, de diferenças específicas que direcionam a estratégia e desempenho organizacional. Para Lazzari *et al.* (2014) o que diferencia o desempenho em empresas similares e com a mesma base tecnológica são as habilidades organizacionais, ou seja, à luz da RBV, as vantagens competitivas advêm dos atributos heterogêneos dos recursos e sua gerência, afinal eles são escassos, finitos e valiosos.

Bretas, Galetti e Rocha (2019) analisaram 420 redes de franquias brasileiras com o intuito de investigar se por um lado os recursos da empresa e por outro, aspectos institucionais influenciam no processo de internacionalização. Santos, Vasconcelos e Luca (2013) utilizando o pressuposto teórico RBV, investigaram a inovação e a internacionalização nas empresas mais transnacionais, entre 2010 e 2011, utilizando como base as demonstrações financeiras padronizadas e formulários de referência e cadastral, em que os resultados apontaram que a inovação se relaciona de forma inversa ao perfil de internacionalização.

Piveta *et al.* (2018) consideram os recursos estratégicos como um dos fatores que qualificam as empresas a atuarem satisfatoriamente em mercados internacionais e, quando compreendidos à luz da teoria RBV, estes recursos, dentre eles os financeiros, pressupõem vantagens competitivas. Favoreto, Amâncio-Vieira e Shimada (2014) expuseram que a RBV propõe, essencialmente, basear em recursos o entendimento da estratégia organizacional e que o foco é direcionado ao nível particular da firma, onde os antecedentes da vantagem competitiva encontram-se, principalmente, nos recursos, que advêm da estrutura de capital.

Este trabalho procura abordar aspectos da interação entre a visão baseada em recursos e a estratégia de internacionalização das empresas por meio de seu recurso primário que é o capital financeiro.

2.2 Governança corporativa

Em um contexto de ocorrência de conflitos de interesses na relação entre proprietário e gestor, Correia, Costa e Lucena (2017) argumentam que, a assimetria de informação pode prejudicar o funcionamento dos mercados, e as boas práticas de Governança Corporativa podem ser fatores de competitividade para as empresas e em geral para o desenvolvimento do país, além de estimular a internacionalização de seu capital social (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013).

Há evidências de que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam menor risco de mercado (Lameira, 2012), assim como há relação entre a adesão a segmentos diferenciados de governança corporativa e as práticas de gerenciamento de resultados, no entanto não permitiram inferir que um maior nível de governança significa necessariamente um menor grau de gerenciamento de resultados (Erfurth & Bezerra, 2013).

Utilizando os formulários de referência e o boletim diário de informações, Maia, Vasconcelos e Luca (2013) selecionaram 70 empresas do setor de construção e transportes listadas na B3, entre 2010 e 2011, sendo 35 listadas nos níveis de governança corporativa e as outras 35 no mercado tradicional. Por meio de teste de diferenças de médias e o teste Kolmogorov-Smirnov, para analisar comparativamente a representatividade do capital estrangeiro em seu capital social, concluíram que as médias do percentual de capital estrangeiro das empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa são superiores às médias das empresas do mercado tradicional. Já numa visão bidimensional, Brandão *et al.* (2015) concluíram que a internacionalização influencia positivamente a qualidade da

governança corporativa, sendo a proporção de receitas no exterior o indicador com maior contribuição para essa relação.

Moizinho *et al.* (2014) analisaram os efeitos da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa e o efeito inverso, no período de 2005 a 2010, considerando variáveis de internacionalização a exportação sobre a receita total e a comercialização de *American Depositary Receipt* (ADRs). Também criaram um índice para a governança corporativa, apontando que empresas com níveis de governança mais elevados apresentam possibilidades de incrementar suas receitas por meio das exportações. Em contrapartida, empresas com baixos índices de governança tendem a buscar financiamentos no exterior como alternativa de mitigar os problemas de gestão.

A assimetria de informações é relevante na negociação de ações e diz respeito, entre outros aspectos, à situação econômico-financeira e as características da governança corporativa. Essa relação foi estudada por Martins e Paulo (2014) nas empresas abertas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2010 e 2011, indicando como resultados que a assimetria informacional na negociação das ações relaciona-se de forma positiva com o risco, o retorno e a liquidez das ações, além do custo de capital próprio e do tamanho das firmas. Ao prestar informações de qualidade, as incertezas dos investidores tendem a diminuir (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013), o que é ainda mais relevante para os acionistas minoritários (Mapurunga, Ponte, & Oliveira, 2015).

Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) observaram que as empresas mais endividadas tendem a apresentar melhor estrutura de governança corporativa, pelo fato de que os credores precisam ter segurança ao conceder crédito, e isso pode ser fornecido por práticas de governança corporativa, como transparência, regulação, entre outros. Isso ocorre na estratégia de internacionalização, influenciando a estrutura de capital das empresas, dadas as exigências competitivas do mercado internacional, para além daquelas cumpridas apenas no país de origem, e tendo a governança corporativa como elemento central (Santos, Vasconcelos, & Luca, 2015). Estes autores, adicionalmente, destacaram a redução dos custos de transação, na melhoria da governança no contexto da internacionalização.

Por fim, cabe destacar Nascimento *et al.* (2018), que analisaram as relações entre governança corporativa, risco e endividamento e seus impactos no desempenho financeiro e no valor das firmas, em amostra composta por empresas brasileiras listadas na B3, excetuando-se as instituições financeiras, no período de 2013 a 2015. Seus resultados suportaram os relacionamentos entre endividamento e desempenho financeiro, endividamento e risco, desempenho financeiro e valor de mercado e entre endividamento e governança.

2.3 IFRS, transparência e estrutura de governança: impulso para a atração de capitais estrangeiros

A decisão da União Europeia em adotar as IFRS foi de grande importância para sua aceitação e difusão internacional, destacando-se o ano de 2005 como marco importante (Lourenço & Branco, 2015). O processo de convergência aos padrões IFRS, no Brasil, segundo Pires e Decourt (2015), ocorreu em duas fases, tendo início em 2008 de forma parcial, e com adoção plena em 2010. Essa estratégia, segundo os autores, foi uma opção da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) devido à complexidade das matérias contábeis que deveriam ser aplicadas com a adoção das novas normas contábeis.

Com a Lei nº 11.638/07 (BRASIL, 2007), foram promovidas alterações que permitiram o alinhamento entre as práticas contábeis adotadas no Brasil às normas internacionais (Santos *et al.*, 2011). Black e Nakao (2017) destacaram que, em consonância com a publicação da Lei nº 11.941/2009 (BRASIL, 2009), dá-se uma quebra da ligação formal entre as normas contábeis brasileiras para fins de divulgação de informações econômico-financeiras e as regras tributárias.

De acordo com Black e Nakao (2017), o sistema contábil no Brasil estava de certa forma ligado à apuração do imposto de renda, e umas das consequências prováveis era que as empresas, por vezes, abandonavam práticas contábeis consideradas mais adequadas sob o ponto de vista da contabilidade societária para não ter que, com isto, adiantar o pagamento de tributos. Lourenço e Branco (2015) elencam quatro vantagens decorrentes da adoção das IFRS: 1) uma maior capacidade dos investidores tomarem decisões financeiras informados; 2) uma diminuição dos custos relacionados à elaboração de informação financeira de acordo com diversos conjuntos de normas; 3) maiores incentivos ao investimento internacional; e 4) a possibilidade de uma alocação de recursos financeiros mais eficientes em nível mundial.

Carmo, Ribeiro e Carvalho (2018) argumentam, umas das maneiras do mercado não funcionar de forma eficiente é a falta de informação o que, como consequência, pode acarretar um maior custo de captação e alocação de recursos. Para Black e Nakao (2017), a adoção dos padrões IFRS estão normalmente associados ao aumento da qualidade da informação contábil divulgada, partindo da premissa que a divulgação em IFRS aumenta a transparência e a qualidade das demonstrações financeiras. Ou seja, a adoção das IFRS possibilita a obtenção de informação com maior qualidade e sua adoção generalizada em nível internacional permite aumentar a comparabilidade das demonstrações financeiras entre empresas de diferentes países (Lourenço & Branco, 2015).

A adoção das IFRS apresenta efeito positivo na qualidade da informação, no mercado de capitais, na capacidade de previsão dos analistas, na comparabilidade e no uso da informação, mas tais efeitos dependem de fatores associados, como características dos países e das empresas (Lourenço & Branco, 2015). Nessa perspectiva, Rathke *et al.* (2016) também associaram que as características dos países desempenham papel importante na aplicabilidade das IFRS.

Damascena, Duarte e Paulo (2017) analisaram estudos brasileiros, no período de 2011 a 2016, a respeito da qualidade da informação contábil após a adoção das IFRS, chegando a resultados inconclusivos. Já Domingues e Nakao (2017), que focaram no ramo petrolífero mundial, no período de 2003 a 2014, evidenciaram que a adoção das IFRS não ocasionou uma melhor qualidade das previsões dos analistas financeiros.

Carmo, Ribeiro e Carvalho (2018), entre setembro de 2007 e janeiro de 2008, utilizaram 109 cartas de várias partes do mundo enviadas ao grupo responsável pela elaboração da IFRS 11 - *Joint Arrangements*, a fim de analisar empiricamente uma provável associação de características específicas dos participantes no processo de normatização contábil do *International Accounting Standards Board* (IASB) e a sua influência na elaboração das IFRS. As evidências reforçam que a Teoria dos Grupos de Interesse, também conhecida como Teoria Econômica da Regulação, melhor descreve o processo normativo do que a Teoria do Interesse Público, que sugere que a regulação advém de uma demanda pública por correção de alguma falha de mercado.

Segundo Lourenço e Branco (2015), os padrões IFRS conduzem a uma melhoria da capacidade de os investidores tomarem decisões financeiras informados, a uma melhoria das condições de investimento e/ou financiamento e a uma eficiente alocação de recursos financeiros em nível mundial. Além disso, empresas maiores, com maior necessidade de obtenção de recursos, maior oportunidade de crescimento e menor nível de concentração acionária, possuem mais incentivos em fornecer informação transparente (Black & Nakao, 2017).

A qualidade da informação, e em consequência sua capacidade de previsões, está vinculada a uma série de fatores, entre os quais Moura e Coelho (2016) destacaram o nível de concentração acionária, participação de organismos reguladores, padrões contábeis distintos, mecanismos protetivos aos investidores, estrutura de governança corporativa e manipulação

de resultados. Silva, Paulo e Silva (2016) argumentaram que o processo de adoção das IFRS promoveu impactos sistemáticos na qualidade informacional.

O mercado apresenta imperfeições, que entre outros, ocasiona a não irrelevância da estrutura de capital, como impostos, custos de agência, custos de falência e assimetria informacional, de acordo com Pinheiro *et al.* (2017), que destacaram a governança corporativa como um dos fatores apontados pela literatura como determinantes da estrutura de capital, informação essa que mostrou significativa diferença estatística em seu estudo. A presença cada vez mais relevante de capital estrangeiro e a inserção no contexto de globalização dos mercados foram observados por Silva (2011), que considerou a adoção dos padrões IFRS de fundamental importância para que houvesse aumento da transparência, comparabilidade e compreensibilidade das demonstrações pelos usuários internacionais.

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa – CMPGC (IBGC, 2015) elenca como um dos princípios básicos da governança corporativa, a transparência, que consiste na aspiração em fornecer aos *stakeholders* as informações que sejam de seu interesse e não apenas ao cumprimento das leis ou regulamentos vigentes, não devendo se restringir ao desempenho econômico-financeiro, mas que possam contemplar todos os fatores em que a empresa esteja inserida, norteados a ação gerencial condizente com a preservação e à otimização do seu valor. Os objetivos contábeis não são atingidos necessariamente apenas em função da adoção de princípios tecnicamente mais exigentes com orientação para o mercado, mas que tais aspectos possam estar associados à preparação e à evidenciação das informações (Moura & Coelho, 2016).

A prevalência da transparência como o objetivo mais claro que se busca com a adoção das IFRS, ainda que não signifique que a transparência seja um atributo de maior qualidade, mas se trata de um atributo que permite uma análise mais simples e ainda assim muito eficiente (Coelho, Niyama, & Rodrigues, 2011). Cerqueira *et al.* (2013), ao analisarem a relação entre o preço e o retorno das ações das empresas brasileiras após a adoção das IFRS, observaram que os níveis de governança foram significantes para todos os modelos e que a adoção inicial do custo atribuído e a divulgação de *impairment* dos ativos tangíveis e/ou intangíveis geram impacto em relação a expectativa dos acionistas.

A título de exemplo, o CPC-06 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis promoveu o incremento de transparência e de qualidade quanto à informação reportada após a adoção das IFRS, pois na regra anterior o *leasing* operacional era registrado como *leasing* financeiro pelas empresas (Moura & Coelho, 2016). De uma forma geral, os padrões IFRS permitiram o aprimoramento da capacidade do lucro contábil em expressar o que de fato deveria ser reconhecido na ótica dos investidores, mostrando-se assim, um efeito positivo da adoção dos referidos padrões (Santos & Cavalcante, 2014).

Com isso, considerando a contribuição à transparência das empresas abertas negociadas na B3, em função da introdução dos padrões IFRS a partir de 2010, e, conseqüentemente, melhoria nos níveis de governança corporativa, haveria melhores condições e estímulo para o aumento da participação de capital internacional nas empresas brasileiras. Tem-se, assim, as hipóteses de pesquisa:

H1: A adesão aos um dos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 impacta positivamente a participação de capital internacional em empresas brasileiras.

H2: O nível diferenciado de governança corporativa da B3 impacta positivamente a participação de capital internacional em empresas brasileiras.

4. Metodologia de Pesquisa

A presente pesquisa foi quantitativa, de natureza exploratória e utilizou dados secundários. A revisão de literatura não apontou, no Brasil, estudos sobre internacionalização de mercados que relacionem esse processo ao nível de governança corporativa de empresas de

capital aberto, listadas na B3, em séries temporais. Assim, a população do estudo abrangeu todas as empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2017, em operação em 31 de dezembro de 2017. A escolha desse intervalo de tempo se fez necessária em função das alterações na estrutura das demonstrações contábeis, promovidas pela adoção completa das IFRS em 2010, o que inviabilizou a utilização de dados anteriores, inclusive para fins comparativos. Não foram abrangidas empresas do setor financeiro e companhias com informações incompletas ou indisponíveis, porque distorceriam os resultados.

Em 31/12/2017 havia 198 empresas listadas na B3 com algum nível diferenciado de governança corporativa. Destas foram excluídas 18 empresas do segmento financeiro e 37 empresas que apresentaram dados incompletos, chegando ao total de 143 empresas na amostra. Em relação às empresas do mercado tradicional, após tratamento semelhante, chegou-se a um total de 126 empresas, perfazendo uma amostra total de 269 empresas.

A variável dependente – internacionalização do capital nas empresas brasileiras - foi calculada, conforme Brandão *et al.* (2015), como a razão entre o número de ações pertencentes a investidores estrangeiros com participação informada pelas empresas e o total de ações da empresa. Esse índice também foi usado por Santos, Vasconcelos e Luca (2013), mas seu cálculo considerou o número de acionistas estrangeiros com ações no capital social da empresa para caracterizar a participação estrangeira no mesmo.

As variáveis independentes objetivam verificar se há relação entre o processo de internacionalização do capital das empresas brasileiras, seus níveis de governança corporativa e a variação destes níveis ao longo do tempo. Cabe um destaque quanto à variável Nível Diferenciado de Governança Corporativa da B3 (NGC). Foram atribuídos valores de 1 a 5, sendo 1 – mercado tradicional ou básico, 2 – Bovespa Mais, 3 – Nível 1, 4 – Nível 2 e 5 – Novo Mercado). Embora, a princípio, possam ser vistas como variáveis categóricas, optou-se por considerá-las como notas, representando uma escala contínua da menor adesão às boas práticas de governança (NGC = 1) até a maior adesão às boas práticas de governança corporativa (NGC = 5).

As variáveis de controle utilizadas para representar a participação do mercado no processo de internacionalização das empresas brasileiras foram: variação do Produto Interno Bruto (PIB), taxa de juros média anual real, porte da empresa e risco Brasil médio anual. Para o cálculo da taxa média anual de juros real considerou-se a taxa Selic deflacionada, conforme Costa Filho (2017), pela inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA. Para o porte da empresa, conforme Caixe e Krauter (2013) e Pinheiro *et al.* (2017), foi utilizado o logaritmo natural do ativo total, deflacionado pelo IPCA.

Em suma, houve dados obtidos diretamente e outros calculados. Os dados da posição acionária foram obtidos por meio dos Formulários de Referência (FR) nas bases da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e *website* da B3. Informações dos segmentos de listagem e níveis de governança corporativa, foram extraídas do *website* da B3 e do *website* do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). A taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e a variação anual do Produto Interno Bruto (PIB) foram extraídas do *website* do Banco Central do Brasil (BACEN), o risco Brasil do *website* do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do *website* do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os dados dos ativos das empresas foram extraídos da base da Economática®. Os testes estatísticos utilizaram o *software E-views* versão 8.0.

Com isso, o modelo estudado está representado a seguir:

$$IICit = \alpha it + \beta 1 * NGCit + \beta 2 * GGCit + \beta 3 * PIBit + \beta 4 * JURREALit + \beta 5 * RISCOBRit + \beta 5 * PORTEit + \epsilon it \quad (1)$$

Onde:

- IIC: percentual de capital estrangeiro dividido pelo percentual de capital total, indicando o índice de internacionalização de capital nas empresas brasileiras (variável dependente). Há uma limitação nos dados colhidos para esse indicador, porque são disponibilizadas pelas empresas apenas os dados dos acionistas mais relevantes. No entanto, como o capital estrangeiro, quando presente, tende a ter participação importante quantitativamente, foi considerada apenas a origem estrangeira dos investidores (sejam pessoas físicas ou jurídicas, como fundos de investimento) destacados nos relatórios das empresas. Isso implica que o indicador pode ser ainda maior.
- NGC - Nível Diferenciado de Governança Corporativa da B3: Valores de 1 a 5, sendo 1 – mercado tradicional, 2 – Bovespa Mais, 3 – Nível 1, 4 – Nível 2 e 5 – Novo Mercado).
- GGC – Grupo de Nível de Governança Corporativa da B3: Variável independente *dummy*, onde 1 – pertence ao grupo com algum nível diferenciado de governança (2 a 5 da variável NGC) e 0 – pertence ao mercado tradicional, ou seja, não faz parte do grupo de empresas com algum nível diferenciado de governança corporativa (1 da variável NGC).
- PIB - Variação anual do PIB (variável de controle).
- PORTE - Porte da Empresa: Calculado pelo logaritmo natural do total de ativos em 31 de dezembro de cada ano de cada empresa (variável de controle).
- JURREAL - Taxa de Juros Real Média Anual: Variável de controle obtida pela deflação anual pelo IPCA da Taxa SELIC média anual.
- RISCOBR- Risco Brasil médio anual (variável de controle).

Uma variável independente cogitada foi a “Variação no Nível de Governança Corporativa – VGC”, variável *dummy*, onde 1 – houve melhoria do nível de governança em um ano em relação ao ano anterior e 0 – não houve alteração no nível de governança. Após análise da base de dados relativa às 269 empresas por 8 anos, ou seja, a 2.152 registros de variação anual de nível de governança, chegou-se a apenas 14. Isso indica que, ao se credenciar a um nível de governança, seja ele qual for, mesmo ao posicionamento no mercado tradicional, não há relevância na mobilidade ou evolução no nível de governança. Em outras palavras, se a empresa opera em um nível de governança, assim fica pelo período analisado, com apenas 14 movimentos anuais em 2.152 possíveis. Decidiu-se então por descartar essa variável do modelo.

Os dados foram coletados com base na posição de 31 de dezembro de cada ano. O tratamento e análise se deram por meio de regressão múltipla aplicando a técnica de dados de painel, ou seja, considerando simultaneamente a dimensão temporal (ano) e espacial (empresa). As vantagens de tal abordagem são: a) conjugar a diversidade de comportamentos empresariais com a dinâmica de mudança distintas, empresa a empresa; b) utilizar a maior quantidade e variabilidade possível de dados no modelo. A maior quantidade de dados aumenta a eficiência da estimação, enquanto a variabilidade reduz a possível colinearidade entre as variáveis.

No presente caso, estimou-se um modelo de efeito fixo por empresa (*cross section*), com o objetivo de avaliar a evolução temporal da participação de capital estrangeiro em cada empresa segundo suas características. Utilizou-se o método de estimação dos mínimos quadrados ordinários agrupados (MQO), conforme Pindyck & Rubinfeld (2004). Esse método exige o atendimento a várias premissas, segundo proposto por Wooldridge (2003): (i) amostra aleatória; (ii) linearidade e normalidade dos dados; (iii) resíduos não correlacionados; (iv) inexistência de multicolinearidade das variáveis; e (v) homocedasticidade dos resíduos.

5. Análise e Discussão dos Resultados

Constatou-se que as empresas, após serem classificadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa, não tendem a evoluir para níveis superiores. Houve 14 movimentos de evolução de nível de governança no período de 2010 a 2017 nas 143 empresas que em algum momento alcançaram o status de nível diferenciado. Destes movimentos, quatro empresas evoluíram do mercado tradicional para um dos diferenciados da B3, sendo uma para o nível 1, outra para o nível 2 e duas diretamente para o novo mercado, como mostrado na Tabela 1.

Tabela 1 – Evolução anual dos níveis de governança corporativa da B3 para a amostra

Nível de Governança Corporativa	Qtd. 2010	Qtd. 2011	Qtd. 2012	Qtd. 2013	Qtd. 2014	Qtd. 2015	Qtd. 2016	Qtd. 2017
Novo Mercado	96	97	99	100	101	101	103	107
Nível 2	15	15	15	16	16	16	14	13
Nível 1	25	24	22	22	21	21	21	20
BOVESPA Mais	3	3	3	3	3	3	3	3
Mercado Tradicional	130	130	130	128	128	128	128	126

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da B3.

A análise pela estatística descritiva das variáveis, exceto *dummy* e macroeconômicas (que se repetem ano a ano no painel para todas as empresas) está apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva

Nível de Governança Corporativa	Amostra	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
IIC – Índice de Internacionalização do Capital	Total	8,82	15,48	1,75
	NGC 1	5,19	14,97	2,88
	NGC 2 a 5	11,90	15,22	1,28
NGC – Nível de Governança Corporativa	Total	2,84	1,85	0,65
	NGC 2 a 5	4,45	0,90	0,20
POR - Porte da Empresa	Total	14,41	2,07	0,14
	NGC 1	13,32	2,53	0,19
	NGC 2 a 5	15,16	1,92	0,13

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da B3.

Os dados indicaram uma média de 8,82% para a participação de capital estrangeiro nas empresas analisadas, com um desvio padrão elevado e coeficiente de variação elevados (15,48 e 1,75, respectivamente), o que mostra grande dispersão da variável dependente, mas em níveis baixos para a realidade de abertura de capital de empresas brasileiras ao capital estrangeiro. Avaliando separadamente os grupos sem e com nível de governança corporativa diferenciado, percebe-se uma maior participação média de capital estrangeiro quando há algum nível de governança (11,90%) em relação ao grupo do mercado tradicional (5,19%). Quanto à dispersão, em ambos os grupos alta, é ainda maior no grupo sem nível de governança (coeficiente de variação de 2,88).

O porte das empresas componentes da amostra, calculado como o logaritmo natural do valor total dos ativos, possui média de 14,41, desvio padrão de 2,07 e coeficiente de variação de 14%. Isso indica certa uniformidade ou baixa dispersão em termos de porte. Ao analisar os resultados dos grupos sem e com nível de governança diferenciado chega-se a valores muito parecidos. Isso equivale a dizer que o porte das empresas da amostra total é bastante homogêneo e indiferente ao nível diferenciado de governança corporativa.

Quanto ao nível de governança corporativa, percebe-se que a média de 2,82 indica uma tendência ao nível 3, no entanto com uma grande dispersão (desvio padrão de 1,85 e

coeficiente de variação de 65%). No entanto, esses valores são enviesados em função das 126 empresas do mercado tradicional. Considerando apenas as empresas com nível diferenciado de governança corporativa, a média é de 4,45 – portanto, entre o novo mercado e o nível 2 da B3 – enquanto a dispersão é baixa (desvio padrão de 0,90 e coeficiente de variação de 0,20). Indica-se que as empresas, ao decidirem pela adesão ao um nível de governança corporativa, procuram os dois níveis mais altos.

O resultado da regressão dos dados em painel, conforme explanado na metodologia, tendo o Índice de Internacionalização de Capital (IIC) como variável dependente, encontra-se na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultado da regressão linear dos dados em painel

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p Valor
C	10,9997	8,4976	1,2944	0,1957
NGC	-7,8035	2,0814	-3,7492	0,0002***
GGC	2,1676	0,7508	2,8870	0,0039***
PIB	-0,1031	0,0542	-1,9021	0,0573*
POR	-0,3587	0,6431	-0,5579	0,5770
JUR	-0,0779	0,0359	-2,1705	0,0301**
RIS	0,5284	0,2864	1,8452	0,0652*

Fonte: Elaborado pela autora.

Obs.:

- 1) Variável dependente: IIC - Índice de Internacionalização de Capital;
- 2) Constante- C;
- 3) Variáveis independentes: NGC - Nível de Governança Corporativa; e GGC: Variável *dummy* indicando pertencimento (1) ou não (0) a um dos níveis de governança corporativa da B3;
- 4) Variáveis de controle: PIB – Variação anual do Produto Interno Bruto; POR – Porte da empresa; JUR – Taxa de juros real média anual; e RIS – Risco Brasil médio anual.
- 5) Significância: *** a 1%, ** a 5% e * a 10%.
- 6) R² = 0,8480; R² ajustado = 0,8258; Estatística F = 38,2030; e p Valor da Estatística F = 0,0000.
- 7) Testes de validade: normalidade; correlação dos resíduos; e homocedasticidade dos resíduos.

O modelo se mostrou adequado (estatística F com significância máxima) e o poder explicativo das variáveis independentes e de controle foi de 82,58% (R² ajustado). As duas variáveis observáveis – pertencimento a um nível diferenciado de governança corporativa e nível de governança corporativa da B3 - se mostraram significantes a 1%. Esses dados se contrapõem aos resultados de Espejo e Clemente (2016) e, parcialmente, ao de Tavares e Penedo (2018). São, contudo, consistentes com os resultados de Caixe e Krauter (2014) e Carvalho e Pennacchi (2012).

O sinal da variável *dummy* de presença em algum nível diferenciado de governança corporativa da B3 foi negativo, o que não era esperado. Isso indica há uma relação inversa entre as empresas com um nível diferenciado de governança e a participação de capital estrangeiro em sua estrutura de capital, o que pode ser explicado pela presença de empresas com alta participação de capital estrangeiro no grupo daquelas sem nível diferenciado durante todo o período de 2010 a 2017.

Das variáveis de controle incluídas no modelo, os juros reais foram significantes ao nível de 5%, enquanto a evolução do PIB e o risco Brasil foram significantes apenas ao nível de 10%. A relação de proporcionalidade inversa entre participação de capital internacional nas empresas brasileiras estudadas e a taxa de juros real é uma indicação de que baixas taxas de juros implicam estabilidade no país, o que estimula o investimento estrangeiro. No entanto, a relação de proporcionalidade positiva da participação de capital estrangeiro com o risco

Brasil, assim como a relação negativa com relação à evolução do PIB não eram esperadas e podem ser vistas como uma janela de oportunidade visando benefícios futuros.

Além disso, a situação de risco Brasil maior acompanhada de aumento de participação do capital estrangeiro pode reforçar a hipótese de pesquisa com relação ao nível de governança corporativa, num descolamento entre risco Brasil e risco individual das empresas, representado pelo nível diferenciado de governança da B3. Há, também, a possibilidade de que quando aplicações financeiras estiverem menos atraentes ao capital estrangeiro (juros reais menores), exista uma migração para a participação em empresas, desde que estas tenham nível de governança corporativa atestado pelo mercado.

O modelo proposto mostra que a decisão em investir capital estrangeiro nas empresas brasileiras é significativamente explicado pelo nível de governança, pela adesão a um dos níveis de governança, pelos juros reais e pelo risco Brasil, mas não é estatisticamente significativa à variação do PIB e porte da empresa.

A significância do nível de governança corporativa se contrapõe aos achados de Espejo e Clemente (2016), que investigaram se o nível de governança corporativa poderia ser fator de diferenciação de risco das ações em empresas brasileiras negociadas na B3 antes e durante a crise financeira de 2008 e observaram que a adoção de mecanismos diferenciados de governança corporativa pode não ter colaborado para que fosse reduzido o risco das ações. Tavares e Penedo (2018) também não conseguiram demonstrar relação positiva entre a adoção dos níveis diferenciados de governança corporativa e qualquer variável de desempenho, entretanto ressaltaram, em relação níveis mais elevados, que a adesão para empresas que negociam ações no mercado há menos tempo isso pode representar uma estratégia de diminuição do custo do capital, mitigando o risco para os investidores.

Além disso, possuir ou não um nível diferenciado de governança corporativa foi significativa. Está, portanto, consistente com Caixe e Krauter (2014), que analisaram empresas negociadas na B3 no período de 2002 a 2010, cujos resultados sugeriram que há um impacto positivo sobre o valor de mercado das companhias que adotaram melhores práticas de governança corporativa, indicando que, em média, as ações dessas empresas são mais valorizadas quando comparadas a empresas listadas no mercado tradicional. Martinez, Lessa e Moraes (2014) também demonstraram que há um coeficiente positivo para entidades que apresentavam algum nível de governança corporativa. O valor de mercado medido nessas pesquisas pode se dar por aumento de demanda por seus papéis tanto de capitais nacionais quanto de capitais internacionais.

Ainda, os resultados estão alinhados com Clemente *et al.* (2014), que observaram que houve redução efetiva no risco após a adesão ou migração das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa. No período de 2001 a 2006, Carvalho e Pennacchi (2012) investigaram os efeitos da adoção dos segmentos diferenciados de listagem da B3 e as evidências apontam que a migração também tende a reduzir o prêmio entre as ações o que pode resultar em vantagens para o investidor e incentivo para o desenvolvimento do mercado de capitais. O simples pertencimento a um nível diferenciado de governança corporativa e seu efeito nas médias de participação de capital estrangeiro nas empresas também foi mostrado por Maia, Vasconcelos e Luca (2013) que, no entanto, não fizeram considerações quanto às demais variáveis tratadas no presente estudo.

O porte da empresa não apresentou significância no processo de atração de capital estrangeiro nas empresas brasileiras, o que se alinha aos resultados de Santos, Vasconcelos e Luca (2015), que utilizaram em seu modelo estatístico o tamanho da empresa traduzido pelo logaritmo natural do ativo total, assim como foi feito nesta pesquisa.

A variável de controle que se mostrou significativa, juros reais, foi coerente com os achados de Silva *et al.* (2017), que avaliaram risco (nesse caso, redução de risco) como forma

de prêmio por investir e analisaram empresas do novo mercado, em que as exigências das IFRS e governança corporativa são maiores, para um período de série temporal de 2010 a 2016. Já Barbosa e Nogueira (2018) demonstraram uma relação entre as condições econômicas e a rentabilidade das empresas, mostrando-se o lucro diretamente relacionado à Selic.

Os resultados encontrados suportam a lógica da *Resource Based View* (RBV) no eufoneio à busca por melhores recursos financeiros para as empresas. Capital estrangeiro normalmente tem perspectiva de longo prazo e possui custo mais baixo. Participação do capital estrangeiro é tema de diversos estudos envolvendo a RBV, tais como os de Bretas, Galetti e Rocha (2019), Santos, Vasconcelos e Luca (2013), Piveta *et al.* (2018) e Favoreto, Amâncio-Vieira e Shimada (2014).

6. Conclusão

Esta pesquisa teve por objetivo investigar o impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na participação de capital estrangeiro no capital social de empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3. Foram analisadas 269 empresas no período de 2010 a 2017. Dos fatores macroeconômicos considerados - juros reais, risco Brasil e evolução do PIB -, apenas os juros reais foram significantes a 5% para o investimento de capital estrangeiros. Com relação às variáveis independentes - condição de integrar algum nível diferenciado de governança corporativa e o nível diferenciado de governança corporativa - houve indicação de impacto no nível de participação de capital estrangeiro.

Constatou-se que as empresas, após serem classificadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa, não tendem a galgar níveis superiores. Houve apenas 14 movimentos de evolução de nível de governança no período analisado, sendo que 4 deles saindo do mercado tradicional para um dos níveis diferenciados da B3. Das 10 movimentações restantes houve apenas uma empresa que realizou 2 movimentos de melhoria do nível de governança.

Os resultados indicaram, por meio do modelo proposto, que a decisão em investir capital estrangeiro nas empresas brasileiras não é significativamente explicado pelo porte da empresa, o que abre boas perspectivas para empresas que não têm capital aberto o façam, desde que isso esteja ligado à adesão a boas práticas de governança corporativa.

A relação negativa entre juros e investimento estrangeiro nas empresas, concomitante à relação positiva com o risco e o nível de governança, indicam que os elementos que motivam o investimento são aqueles relacionados à estabilidade (previsibilidade) e transparências (segurança jurídica). Isso mostra que a qualidade da gestão é fundamental para o crescimento das empresas e da economia, o que está totalmente alinhado com o objetivo das IFRS. Ou seja, os resultados da sua pesquisa estão confirmando a discussão da agenda do desenvolvimento do século XXI.

Como contribuição teórica se destaca a análise associada dos segmentos diferenciados de governança corporativa à atração de investimento de capital estrangeiro em empresas de capital aberto brasileiras, no âmbito de um movimento maior, em âmbito global, de internacionalização financeira, especialmente após a adoção de padrões contábeis internacionais no país. Embora com limitações a seguir destacadas, os achados contribuem para os campos de finanças (estrutura de capital, captação de capital próprio), internacionalização de empresas (quanto à participação de capital estrangeiro nas empresas nacionais), governança corporativa (utilidade dos níveis diferenciados de governança) e visão baseada em recursos (otimização de recursos financeiros).

Esta pesquisa apresenta algumas limitações. Uma delas é que o índice de internacionalização de capital nas empresas brasileiras utilizado não inclui a totalidade dos acionistas estrangeiros, pois as empresas não disponibilizam tal informação de forma

completa. No entanto, os dados compreenderam os acionistas mais importantes, o que leva a crer que não influenciou os resultados. Outra limitação diz respeito ao período de análise, pois foi observado o período após a adoção dos padrões IFRS (a partir de 2010). Não foi possível utilizar uma série anterior a 2010 pela indisponibilidade de dados.

Para trabalhos futuros, sugere-se que as empresas sejam segmentadas por macrossetores, de acordo com a classificação de segmentos da B3, pois desta forma poderá ser analisado quais os setores são mais propensos ao investimento de capital estrangeiro e, por consequência, poderão ser realizadas inferências adicionais. Variações cambiais também podem ser incorporadas ao modelo, assim como comparações entre países. As relações não esperadas entre participação do capital estrangeiro e variação do PIB e do risco Brasil também demandam maiores aprofundamentos, apesar de algumas possibilidades elencadas nessa pesquisa.

Vale destacar que durante o período analisado, a economia brasileira passou por movimentos de oscilações de juros reais, impulsionados por motivações de cunho político e necessidades de controle inflacionário. Nesse contexto, estender este estudo a períodos posteriores pode trazer maiores informações. Isso é reforçado pelo fato de o período de 2010 a 2017 ter sido de turbulência no que diz respeito ao questionamento dos modelos de governança corporativa de grandes empresas brasileiras listadas na B3, várias delas envolvidas em escândalos de corrupção, notadamente em sua relação com a esfera pública.

Isso implica dizer que a governança das empresas brasileiras abertas como um todo pode ter estado em xeque durante o período analisado, enviesando os resultados encontrados. Ainda assim, o objetivo da pesquisa foi cumprido, abrindo novas vias à discussão da participação do capital estrangeiro em empresas brasileiras e sua relação com boas práticas de governança chanceladas pelos níveis diferenciados da bolsa de valores brasileira B3.

Referências

- Andrevski, G., Brass, D. J., & Ferrier, W. J. (2016). Alliance portfolio configurations and competitive action frequency. *Journal of Management*, 42(1), 811-837.
- Barbosa, I. B. B., & Nogueira, D. R. (2018). Impacto dos indicadores macroeconômicos nos índices de rentabilidade das empresas brasileiras: Uma análise no setor alimentício de 2010 a 2016. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 9(1), 31-46.
- Black, R., & Nakao, S. H. (2017). Heterogeneidade na qualidade do lucro contábil entre diferentes classes de empresas com a adoção de IFRS: Evidências do Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(73), 113-131.
- Braga, R. N. (2017) Efeitos da adoção das IFRS sobre a tax avoidance. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(75), 407-424.
- Brandão, I. F., Mota, A. F., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização e governanças nas maiores companhias abertas do Brasil. *Revista Gestão Organizacional*, 7(3), 19-32.
- Brasil. (2007). *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Brasil. (2009). *Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009*. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Bretas, V. P., Gletti J. R., & Rocha, T. V. (2019). Fatores relacionados a internacionalização das redes de franquias brasileiras: Dispersão geográfica e pertencimento a grupos. *InternexT - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 14(1), 01-13.
- Brooks, C. (2002). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 24(62), 142-153.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: Mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Bussiness Review*, 11(1), 96-117.
- Carmo, C. H. S., Ribeiro, A. M., & Carvalho, L. N. G. (2018). Regulação contábil internacional: Interesse público ou grupos de interesse? *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 1-20.
- Carvalho, A. G., & Pennacchi G.G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903.
- Cerqueira, D. A. C., Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Silva, J. M. (2013). O impacto do reconhecimento do custo atribuído e da divulgação de *impairment* de ativos tangíveis e intangíveis (IFRS) sobre os preços e os retornos das ações das companhias brasileiras. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(3), 5-23.
- Clemente A., Antonelli, R. A., Scherer, L. M., & Cherobin, A. P. M. S. (2014). O mercado brasileiro precifica a adesão e migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 11(2), 140-152.
- Coelho, C. M. P., Niyama, J. K., & Rodrigues, J. M., (2011). Análise da qualidade da informação contábil frente a implantação dos IFRS: uma pesquisa baseada nos periódicos internacionais (1999 a 2010). *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 6(2), 7-20.
- Correia, T. S., Costa, I. L. S., & Lucena, W. G. L. (2017). O impacto da governança corporativa: conselho de administração, estrutura de propriedade e controle e as informações socioambientais nas companhias abertas. *Teoria e Prática em Administração*, 7(2), 156-182.
- Costa, M. F. da, Costa, C. E., Angelo, C. F. de, & Moraes, W. F. A. de. (2018). Perceived competitive advantage of soccer clubs: a study based on the resource-based view. *Revista de Administração*, 53(1), 23-34.
- Costa Filho, A. E. (2017). O que determina a taxa juros real de longo prazo no Brasil? *Brazilian Bussiness Review*, 14(6), 624-635.
- Damascena, L. G., Duarte, F. C. de L., & Paulo, E. (2017). Meta-análise dos efeitos da adoção das IFRS na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 22(1), 28-48.
- Domingues, J. C. A., & Nakao, S. H. (2017). Previsão dos analistas e adoção dos padrões IFRS em petrolíferas mundiais. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 06-24.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 32-42.
- Espejo, R. A., & Clemente, A. (2016). Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 21(2), 34-51.
- Favoreto, R. L., Amâncio-Vieira, S. F., & Shimada. A. T. (2014). A produção intelectual em RBV: uma incursão nos principais periódicos nacionais. *Revista Brasileira de Estratégia*, 7(1), 37-55.
- Ganem, M., & Baidya, T. K. N. (2011). Assimetria e prêmio de risco na estrutura a termo de juros brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(2), 277-301.
- Gujarati, D. N. (2004). *Econometria básica*. 3ª ed. São Paulo: Makron Books.

- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo: IBGC. Recuperado em 15 de agosto, 2018, de <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>.
- Lameira, V. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.
- Lazzari, F., Sarate, J. A., Gonçalves, R. B., & Vieira, G. B. B. (2014). Competitive advantage: the complementarity between TCE and RBV. *Revista de Administração FACES Journal*, (13)3, 86-103.
- Lourenço, I. M. E., & Branco, M. E. M. A. D. C. (2015). Principais consequências da adoção das IFRS: análise da literatura existente e sugestões para investigação futura. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 26(68), 126-139.
- Maia, A. B. G. R., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(3), 40-60.
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Oliveira, M. C. (2015). Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. *Advances in Scientific Applied Accounting*, 8(3), 374-395.
- Martinez, A. L., Lessa, R. C., & Moraes, A. J. (2014). Remuneração dos auditores perante a agressividade tributária e governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 6(3), 8-18.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(64), 33-45.
- Moizinho, L. C. S., B., R. B., Peixoto, F. M., & Pereira, V. S. (2014). Governança corporativa e internacionalização: Uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 16(40), 104-122.
- Moura, A. A. F., Coelho, A. C. (2016). Impacto de mudanças em padrões contábeis em indicadores de endividamento de firmas: Evidências no Brasil. *Brazilian Business Review*, 13(5), 27-51.
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185.
- Pindyck, R. S. & Rubinfeld, D. L. (2004). *Econometria modelos & previsões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M.; Crisóstomo, V. L. (2017). Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466.
- Pires, C. O., & Decourt, R. F. (2015). Os impactos da fase final de transição para o IFRS no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 736-750.
- Piveta, M. N., Scherer, F. L., Carpes, A. M., Trindade, N. R., Rizzatti, A. B., & Santos, M. B. D. (2018). A contribuição da visão baseada em recursos para o estudo da internacionalização: Uma análise bibliométrica da produção científica entre os anos de 2007 e 2016. *InternexT - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 13(2), 43-58.

- Rathke, A. A. T., Santana, V. F., Lourenço, I. M. E. C., & Dalmácio, F. Z. (2016). Internacional financial reporting standards and earnings management in Latin America. *Revista de Administração Contemporânea*, 20(3), 368-388.
- Ribeiro, R. B., Pereira, V. S., & Ribeiro, K. C. S. (2017). Estrutura de capital, internacionalização e países de destino de empresas brasileiras: uma análise da hipótese Upstream-Downstream. *Brazilian Business Review*, 4(6), 575-591.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(65), 161-176.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C.; & Luca, M. M. M. (2015). Governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300-319.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C.; & Luca, M. M. M. (2013). Perfil da inovação e da internacionalização de empresas transnacionais. *Revista de Administração e Inovação*, 10(1), 198-211.
- Santos, L. P. G., Lima, G. A. S. F., Freitas, S. C., & Lima, I. S. (2011). Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(56), 174-188.
- Santos, M. A. C., & Cavalcante, P. R. N., (2014). Efeito da adoção dos IFRS sobre a relevância informacional do lucro contábil no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(66), 228-241.
- Silva, A. R. P., Paulo, E. P., & Silva, J. D. G., (2016). Efeitos da adoção das IFRS no conservadorismo contábil: Uma análise sob a ótica dos setores econômicos. *Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*, 5(1), 115-131.
- Silva, J. S., (2011). Demonstrações contábeis consolidadas: uma análise comparativa das normas brasileiras (BRGAAP) e internacionais (IFRS). *Pensar Contábil*, 13(51), 26-34.
- Silva, W. A. M., Trindade, J. A. S., Nagib, L. R. C., & Reina, D. (2017). O efeito do CAPM em relação ao retorno das ações das empresas listadas no novo mercado do BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 299-313.
- Souza, P. V. S., Passos, D. L., & Portugal, G. T. (2017). Fatores relacionados à internacionalização das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração da UNIMEP*, 15(2), 155-180.
- Tavares, V. B., & Penedo, A. S. T. (2018). Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas: Uma análise por meio de redes neurais artificiais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 40-62.
- Wooldridge, J. M. (2003). *Introductory econometrics: A modern approach*. 2nd ed. Michigan State University: Thomson South Western.