

Área temática: Estratégia em Organizações

GOVERNANÇA CORPORATIVA E INTERNACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DO SETOR DE CONSTRUÇÃO E TRANSPORTES

AUTORAS

ALESSANDRA VASCONCELOS GALLON

Universidade Federal do Ceará - UFC
alegallon@terra.com.br

ANNA BEATRIZ GRANGEIRO RIBEIRO MAIA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
deluxedama@hotmail.com

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA

Universidade Federal do Ceará
marciadeluca@ufc.br

RESUMO

O estudo tem o objetivo de analisar comparativamente a representatividade do capital estrangeiro no capital social das empresas do setor de construção e transportes, considerando os segmentos de listagem na BM&FBovespa. A internacionalização das 66 empresas da amostra foi mensurada a partir do percentual do capital social da empresa em posse de investidores estrangeiros, e a governança a partir da participação da empresa nos segmentos diferenciados de governança corporativa (NDGC) da BM&FBovespa. Utilizando-se de estudo exploratório-descritivo, de natureza quantitativa, os resultados da aplicação do teste de Mann-Whitney para os percentuais de capital estrangeiro no capital social das empresas dos NDGC e das companhias do mercado tradicional, em 2009 e 2010, apontaram a existência de diferenças estatisticamente significantes entre os dois grupos de empresas, confirmando a hipótese de que as empresas dos NDGC da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem. Conclui-se que a governança é um sinalizador da internacionalização do capital social das companhias, corroborando a eficiência da administração baseada na teoria dos custos de transação.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Internacionalização. Capital Social.

ABSTRACT

The study aims at analyzing comparatively the representativeness of foreign capital in the capital of Brazilian companies of the sectors construction and transports, considering their segments on the BM&FBovespa. The internationalization of the 66 companies in the sample was measured by the percentage of the company's share capital held by foreign investors, and governance by the company's participation on the "Differentiated Level of Corporate Governance" (DLGC) segments of BM&FBovespa. Using a descriptive and a quantitative study, the results of applying the Mann-Whitney test for the percentage of foreign capital in the capital of DLGC firms and of companies listed on the traditional market, in 2009 and 2010, indicate that there is a difference statistically significant between the two groups of firms, confirming the hypothesis that companies listed on DLGC of BM&FBovespa have greater representation of foreign capital in their capital than firms listed on traditional market.

The conclusion is that governance is a sign of the internationalization of capital companies, confirming the efficiency of the administration based on the theory of transaction costs.

Key words: Corporate Governance. Internationalization. Capital.

1 INTRODUÇÃO

A discussão sobre internacionalização é muito difundida não só no Brasil, mas em grande parte dos países desenvolvidos e emergentes. Muitos pesquisadores procuram entender as estratégias e os mecanismos para a internacionalização das empresas, em suas diversas abordagens: produto, organização industrial, processo de aprendizagem, exportações, diversificação internacional, capital social, entre outras (Ramaswamy, Kroeck & Renforth, 1996).

No presente estudo, utiliza-se o conceito de internacionalização relacionado ao capital social da empresa. A internacionalização do capital social é uma questão pouco discutida no meio acadêmico, sendo encontrados alguns estudos que abordam a internacionalização nessa perspectiva, dentre os quais se destacam os de Sarti e Laplane (2002) e Motta, Da Silveira e Borges (2006). A internacionalização do capital social objeto deste estudo se refere à participação estrangeira na composição do capital próprio da empresa, que se constitui como medida do grau de internacionalização das empresas.

A literatura contempla várias teorias que se propõem a explicar a internacionalização de empresas sob diferentes aspectos, tais como: Teoria da internacionalização, Teoria dos custos de transação, Paradigma eclético, Escola de Uppsala, Teoria das redes, Organização industrial, dentre outras. Este estudo utiliza como base teórica para internacionalização do capital social a Teoria dos custos de transação. Originariamente, os custos de transação foram enunciados por Coase (1937) e, posteriormente, desenvolvidos por Williamson (1985). Turolla (2008) aponta que a abordagem dos custos de transação é útil para explicar os motivos da internacionalização, mas, em particular, ajuda a identificar o modo pelo qual as empresas se internacionalizam.

A literatura sinaliza que a governança corporativa possui papel importante no processo de internacionalização das empresas. Em praticamente todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno dessa temática (Silva, 2010). Assim, conjectura-se que por meio de seus princípios e instrumentos, as boas práticas de governança podem influenciar os investimentos estrangeiros na medida em que visam mitigar a assimetria informacional, reduzindo assim os custos de transação.

Nesse sentido, Santana (2008) e Souza, Murcia e Marcon (2011) ressaltam que a governança corporativa tem sido vista como atrativo da internacionalização empresarial, à medida que implica em uma redução da percepção de risco por parte dos investidores externos, o que influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações. Destarte, acredita-se que os investimentos em governança corporativa podem ser realizados por algumas companhias abertas como estratégia para a atração da internacionalização do capital, por meio da captação de recursos estrangeiros (considerado como mecanismo de entrada em mercados externos).

Assim, com base no exposto, foi possível determinar a seguinte questão de pesquisa: Em que medida as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem?

De acordo com essa problemática e com as considerações de Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza (2007), Santana (2008), Almeida, Lima e Lima (2009) e Souza, Murcia e Marcon (2011), segundo as quais a governança corporativa pode influenciar o processo de internacionalização de empresas brasileiras, o presente estudo levanta a seguinte hipótese (H₁): As empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem.

Portanto, o objetivo geral do presente estudo consiste em analisar comparativamente a representatividade do capital estrangeiro no capital social das empresas do setor de construção e transportes, considerando os segmentos de listagem na BM&FBovespa.

O presente estudo se justifica pela relevância do tema no contexto atual das organizações empresariais e pela busca do melhor entendimento da relação entre a governança corporativa e a internacionalização, comprovada estatisticamente, ou seja, se é possível constatar que as empresas dos NDGC da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem, representada neste estudo pelas empresas do setor de construção e transportes listadas na BM&FBovespa, o que também confirmaria a eficiência administrativa da Teoria dos custos de transação. A escolha das empresas do setor de construção e transportes da BM&FBovespa se fundamenta nos resultados do estudo de Albuquerque, Garcia, Moreiras e Tambosi Filho (2011) que indicaram o setor como um dos melhores avaliados quanto ao risco-retorno do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), instigando esta investigação em relação aos investimentos estrangeiros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Internacionalização do Capital Social e a Teoria dos Custos de Transação

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro aumentou. Além disso, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2011), as empresas brasileiras começaram a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na Bolsa de Nova Iorque (NYSE - *New York Stock Exchange*), sob a forma de ADRs - *American Depositary Receipts* – com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Segundo Forte (2011, p. 1), “a internacionalização das economias pode ser evidenciada ao nível das trocas internacionais (comércio externo), mas também ao nível da globalização via investimento direto no exterior (IDE)”. Em conformidade com Motta, Da Silveira e Borges (2006), no presente estudo utiliza-se o conceito de internacionalização, não diretamente relacionado à atividade econômica da empresa, mas sim ao seu capital social, considerando que por meio da atração de investidores estrangeiros a empresa pode obter vantagens competitivas.

A internacionalização de empresas é um tema abrangente e muito explorado na academia e no meio empresarial sob diversas perspectivas, em especial utilizando indicadores que levam em consideração vendas externas/vendas totais, ativos no exterior/ativos totais, subsidiárias no exterior/total de subsidiárias, dispersão psíquica das operações internacionais, experiência internacional da alta gerência, entre outras (Sullivan, 1994; Honório, 2009; Souza, Murcia, & Marcon, 2011).

Sarti e Laplane (2002) analisaram o processo de internacionalização produtiva no Brasil nos anos 1990 e utilizam a dimensão patrimonial, ou seja, a internacionalização do capital social para a referida análise. Na presente pesquisa, utiliza-se a mesma dimensão da internacionalização de Sarti e Laplane (2002) relacionada ao capital social, também verificada por Motta, Da Silveira e Borges (2006), conforme já mencionado. Diante disso, apresenta-se breve discussão sobre a base teórica que fundamenta a investigação proposta, no caso a Teoria dos custos de transação.

Os custos de transação foram, originariamente, enunciados em 1937 por Ronald Coase em seu artigo “*The Nature of the Firm*”, como os dispêndios de obter informações, negociar, estabelecer e garantir o cumprimento de contratos. Williamson (1985), posteriormente denomina a definição proposta por Coase (1937) como “custos de transação *ex ante*”, e complementa a teoria inserindo o conceito de “custos de transação *ex post*”; esses relativos

aos recursos despendidos para reajuste do contrato mal-definido ou à adaptação a possíveis contingências.

A teoria dos custos de transação expande a análise da microeconomia tradicional sobre a firma, onde o enfoque sobre os insumos é transferido para contratos e negociações econômicas. Nessa perspectiva, a possibilidade da internacionalização do capital social como mecanismo de entrada em mercados externos é contemplada no modelo de internacionalização dos custos de transação, considerando que a ideia central é a de que a decisão de se internacionalizar só é tomada quando as vantagens mostram-se maiores do que as desvantagens criadas pelas falhas de mercado e pelos custos de transação (Williamson, 1985).

Trevisan (2008) comenta que a teoria dos custos de transação analisa o impulso para a internacionalização a partir das próprias atividades da empresa, sejam as relacionadas com o mercado, sejam as relacionadas à sua estrutura. É importante compreender que desde quando a empresa decide explorar o mercado estrangeiro na sua forma menos complexa, seja por meio da abertura de capital ou qualquer outro tipo de internacionalização, enfrenta custos, sejam associados à busca de informação ou ao cumprimento de contratos, denominados custos de transação.

Quando a empresa decide entrar no mercado internacional de forma mais comprometida, ou por meio de uma aliança estratégica, subsidiária própria ou adquirida, surgem novos custos, os custos de internacionalização. Tais custos estão relacionados à obtenção de melhor conhecimento do mercado; construção da empresa no exterior; custo de controle e coordenação das atividades; custos de flexibilidade e reversibilidade dos investimentos (Export Manager, 2008). Portanto, a decisão da empresa em incrementar suas formas de internacionalização perpassa pelo *trade-off* dos custos de transação e internacionalização.

Sobre o relacionamento entre a internacionalização e a governança corporativa, Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza (2007) argumentam que empresas que estão entre as maiores exportadoras ou têm presença nos mercados de valores internacionais possuem em média um indicador de qualidade de governança maior e estatisticamente diferente das outras empresas. Nessa perspectiva, Jones (2010) enfatiza que a abordagem da teoria dos custos de transação sustenta o entendimento da avaliação de como as estruturas de governança das organizações servem para economizar em custos de transação, o que aproxima investidores, potencializando a entrada de capital estrangeiro.

Destarte, as boas práticas de governança também podem ser um fator de competitividade para as empresas e em geral para o desenvolvimento do país, por meio de fatores como a valorização na bolsa de valores, a redução no custo de captação de recursos, o aumento da liquidez de suas ações e a queda na volatilidade das mesmas.

2.2 Governança Corporativa no Contexto da Internacionalização e Pesquisas Empíricas Anteriores

A constante e crescente busca dos investidores por mercados com retornos mais atraentes inclui também a análise do nível de governança corporativa adotado. Nesse contexto, diversas empresas começaram “a intensificar o movimento de governança corporativa, buscando fornecer aos investidores mecanismos que lhe assegurassem mais proteção” (Nakayasu, 2006, p. 39).

Segundo o IBGC (2009, p. 19), as boas práticas de governança corporativa “convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.

Becht, Bolton e Röell (2005) observam que as regras de governança corporativa têm sido promovidas, em parte, como meio de proteger e encorajar os investimentos no leste europeu, Ásia e outros mercados emergentes, como o Brasil. Afinal, os países detentores de mecanismos de governança corporativa bem desenvolvidos são os países que mais acabam atraindo investidores (Nakayasu, 2006).

Para Stulz (1999), as empresas podem escolher listar as suas ações em bolsa de valores mais eficientes, buscando reduzir o custo de transação, e assim adquirir mais capital. Na mesma linha de raciocínio, Nakayasu (2006) afirma que listar ações nas bolsas mais eficientes, com práticas de governança corporativa, pode sinalizar um lado positivo para o acionista, e que, geralmente, nos locais onde o mercado de capitais é bastante desenvolvido, diversas regras similares às boas práticas de governança corporativa são adotadas.

As empresas que adotam boas práticas de governança corporativa são exigidas a prestar informações de qualidade, o que diminui as incertezas dos investidores no processo de avaliação e risco. Neste sentido, o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que parece estar estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas (Vieira & Mendes, 2004). Assim, infere-se que a governança corporativa, ao propiciar a redução da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, tende a provocar a redução do custo de capital.

Corroborando com isso, Silva (2010) coloca que, por meio das boas práticas de governança corporativa, a redução dos riscos melhora consideravelmente o preço das ações, o que estimula novas aberturas de capital, novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as empresas, e, reduzindo o custo de capital para as empresas.

Além dos princípios de governança corporativa, que servem de estímulo à expansão da empresa para outros mercados, a governança corporativa possui alguns instrumentos que permitem mitigar a assimetria informacional e o oportunismo dos agentes, e estimular a internacionalização do seu capital social como, por exemplo: (i) política de divulgação de informações, como forma de materializar o princípio de transparência; (ii) código de conduta, procedimentos a serem observados para evitar ou punir o uso indevido de informações privilegiadas; (iii) política sobre contribuições e doações, todos os custos oriundos de suas atividades voluntárias relacionadas ao valor da empresa; (iv) política de combate a atos ilícitos, conceitos e diretrizes para a prevenção e o combate a atos ilícitos.

Nessa perspectiva, em 2000, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa) cria o Novo Mercado (NM), como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Em uma necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) de governança corporativa, que juntos com o NM estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

A ideia que norteou a criação do NM pela BM&FBovespa tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro está a falta de proteção aos acionistas minoritários (SILVA, 2010). Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas (CVM, 2011).

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência por parte dos investidores de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das empresas. Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa (N1, N2 e NM), nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem

prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

Em relação aos estudos empíricos anteriores sobre os temas internacionalização do capital social e governança corporativa, os trabalhos de Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza (2007), Almeida, Lima e Lima (2009) e Souza, Murcia e Marcon (2011) apresentam aderência parcial ao estudo aqui apresentado, conforme breve descrição a seguir.

Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza (2007) investigaram a evolução da qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que apresentaram liquidez anual maior que 0,001% no período de 2003 a 2005, utilizando um índice baseado em um questionário contendo 20 perguntas binárias que avaliam a governança corporativa por diferentes óticas. Na pesquisa, os autores também buscaram identificar a existência de algum efeito da internacionalização das empresas no que se refere ao grau de governança corporativa. Para analisar os efeitos da internacionalização nas características relacionadas à governança corporativa das empresas que atuam no exterior, os autores compararam os resultados do índice IGOV obtido pelas empresas “internacionalizáveis” – aquelas que estavam entre as 100 maiores empresas exportadoras e/ou aquelas que emitiram ADRs na bolsa de New York, nos anos incluídos no período de análise – com as demais empresas.

Almeida, Lima e Lima (2009) verificaram se a entrada nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa e a emissão de ADRs na NYSE impactaram o conteúdo informacional de uma amostra composta de 231 empresas brasileiras participantes e não participantes dos NDGC da BM&FBovespa e da NYSE, no período de 2000 a 2006. Dentre outros resultados, os autores revelam que a entrada nos níveis de governança impacta o conteúdo informacional dos resultados contábeis das empresas, além de verificar maior relevância nas empresas listadas no Nível 2 e Novo Mercado do que empresas no Nível 1 ou não participantes dos NDGC.

O estudo de Souza, Murcia e Marcon (2011) investigou a associação entre o nível de *disclosure*, as práticas de governança corporativa e o grau de internacionalização (nível das ADRs emitidas) das 100 maiores companhias abertas no Brasil, analisando as demonstrações financeiras padronizadas dos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. Como principal resultado, os autores destacam que a baixa governança está associada com negociação de títulos apenas no mercado de capitais brasileiro, enquanto que alta governança tem relação com emissão de títulos na bolsa de valores norte-americana.

O IBGC (2007) analisou 15 empresas de controle familiar de destaque no Brasil, que representavam mais de 10% da capitalização de mercado da Bovespa, na época, e aproximadamente 8,5% do PIB do País. Neste estudo, as empresas levaram em média cerca de 30 anos até optar por abrir seu capital. As empresas de controle familiar com melhores práticas de governança optaram, no geral, por listar suas ações nos segmentos especiais de listagem da Bovespa e por emitir ADRs no mercado norte-americano.

Observa-se a relevância das principais contribuições das pesquisas mencionadas, que investigaram os temas internacionalização e governança corporativa, levando em conta a incipiência dos estudos nesse campo. Cabe destacar ainda estudos que pesquisaram o relacionamento entre os temas em sentido oposto ao tratado no presente estudo, qual seja a internacionalização como impulsionadora de efeitos na governança das empresas, como é o caso do estudo de Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza (2007), que concluiu que a inserção internacional pode estar influenciando a melhoria da qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras.

3 METODOLOGIA

Considerando-se os objetivos da pesquisa, pode-se classificá-la como exploratória e descritiva (Richardson *et al*, 2009). Exploratória, por ter buscado encontrar informações sobre a relação dos temas internacionalização e governança corporativa, ainda pouco explorado conjuntamente em pesquisas acadêmicas, e descritiva, ao procurar descrever os resultados da hipótese de pesquisa sobre a maior representatividade do capital estrangeiro no capital social das empresas que participam dos NDGC em relação às demais. A BM&FBovespa é uma das bolsas que mais movimentam valores no mundo todo. Em 2009, segundo relatório da *World Federation of Exchanges* (2009), em termos de captação por meio de ações, a BM&FBovespa atingiu a quarta posição no *ranking* mundial das bolsas, a segunda posição no *ranking* dos mercados emergentes, e a primeira posição no *ranking* geral da América Latina (BM&FBovespa, 2011).

Para a definição da população do estudo foram selecionadas as 70 empresas do setor de construção e transportes listadas na BM&FBovespa. Das 70 empresas, 35 são listadas nos NDGC e 35 listadas no MT. Ou seja, além da relevância internacional apontada por Albuja, Garcia, Moreiras e Tambosi Filho (2011) em virtude do seu potencial na relação risco-retorno se comparado a todos os outros setores nacionais e dos outros países do BRICs, justifica-se a escolha das empresas do setor de construção e transportes pela homogeneidade dos grupos a serem analisados, visto que 50% das empresas do setor são participantes dos NDGC (Nível 1: N1, Nível 2: N2 e Novo Mercado: NM) e os outros 50% por empresas não participantes (MT), fortalecendo a inferência estatística na comparação entre os grupos.

Quanto ao delineamento, a pesquisa se enquadra como documental. A fonte documental é secundária constituída por dados financeiros das empresas, coletados nos Formulários de Referência (FR) das empresas dos anos de 2010 e 2011, no Boletim Diário de Informações (BDI) da BM&FBovespa, na Classificação Setorial da BM&FBovespa e em outras informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa.

A análise dos Formulários de Referência (FR) das empresas objeto de estudo permitiu a identificação da composição acionária, mensurando a participação de capital estrangeiro na composição do capital social das empresas selecionadas, através das informações divulgadas nos itens 15.1 e 15.2 dos FR, referentes ao controle acionário. Vale ressaltar que os dados sobre o capital estrangeiro referem-se aos investidores mais relevantes, isto é, com maior representatividade do capital social das empresas.

Por sua vez, a análise do Boletim Diário de Informações (BDI) da BM&FBovespa, de 04 de novembro de 2011, e outras informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa possibilitou a caracterização das empresas quanto à data de adesão das empresas aos NDGC (N1, N2 e NM), necessária para a classificação das empresas nos dois grupos de análise (participantes e não participantes dos NDGC). Classificação semelhante foi adotada na pesquisa de Sarti e Laplane (2002).

Quanto ao universo amostral da pesquisa, destaca-se que algumas empresas não disponibilizaram os respectivos Formulários de Referência dos anos 2010 e 2011 (CIMOB Participações S.A. e Construtora BETER S.A.) e de 2011 (Cerâmica Chiarelli S.A. e CP Cimento e Participações S.A.) e que foram excluídas da amostra da pesquisa, em conformidade com a afirmação de Hair Jr., Anderson, Tatham e Black (2006, p. 59): “o tratamento mais simples e direto é incluir no estudo somente as observações com dados completos”. A Figura 1 apresenta a classificação das 66 empresas da amostra da pesquisa em termos de setor e subsetor de atuação e de segmento de listagem na BM&FBovespa (NDGC – N1, N2 ou NM; e MT).

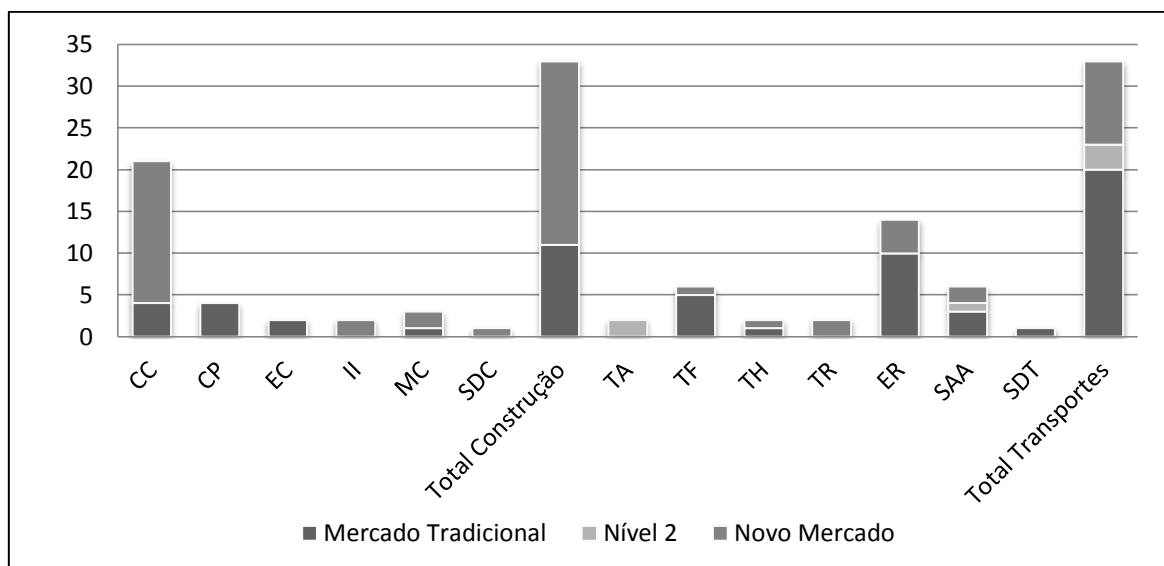


Figura 1 – Amostra do estudo classificada por setor e subsetor de atuação e segmento de listagem na BM&FBovespa

Fonte: Elaborada pelos autores com base na Bolsa de Mercadorias & Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa, 2011).

Com base nas informações da Figura 1 nota-se que as empresas do setor de construção e transportes analisadas atuam nos seguintes subsectores da economia: construção civil (CC), construção pesada (CP), engenharia consultiva (EC), intermediação imobiliária (II), materiais de construção (MC), serviços diversos de construção (SDC), transporte aéreo (TA), transporte ferroviário (TF), transporte hidroviário (TH), transporte rodoviário (TR), exploração de rodovias (ER), serviços de apoio e armazenagem (SAA) e serviços diversos de transportes (SDT). Observa-se ainda que das 66 empresas da amostra 35 são participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa (no caso NM e N2) e 31 participantes do MT. Ou seja, nenhuma empresa do setor está classificada no segmento Nível 1, primeiro nível diferenciado de governança corporativa e apenas três empresas estão classificadas no segmento Nível 2, nível intermediário dos NDGC. Isto demonstra que as empresas do setor estão divididas praticamente em dois grupos: a excelência em governança corporativa, através da adesão ao Novo Mercado (32 empresas), corroborando com Lopes e Martins (2007) e Santana (2008) quanto à classificação mais exigente e desenvolvida dos NDGC; e, a classificação no Mercado Tradicional (31 empresas).

Quanto à abordagem dos dados, esta pesquisa é predominantemente quantitativa na medida em que efetua comparação estatística entre variáveis (Roesch, 2006): a internacionalização do capital social e o nível de governança corporativa das empresas brasileiras selecionadas. Utilizou-se o teste de diferenças entre médias – verificado em outros estudos sobre a temática como os de Camargos e Barbosa (2010) e Fernandes, Dias e Da Cunha (2010) – para analisar comparativamente a participação estrangeira na composição acionária das companhias abertas brasileiras dos diferentes níveis de governança corporativa (N1, N2 e NM) em relação às que pertencem ao MT, em um período de dois anos. Antes disso, contudo, a fim de identificar o teste, de diferenças entre médias, mais apropriado, foi aplicado o teste *Kolmogorov-Smirnov* verificando a disposição dos dados quanto à normalidade (Maroco, 2007).

Com base no que foi apresentado, nesta seção e no referencial teórico, sugere-se a seguinte hipótese (H₁): As empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem.

Os dados coletados nesta pesquisa foram processados com a utilização dos softwares estatísticos *SPSS (Statistical Package for the Social Science)* e *Microsoft Office Excel*. Para Collis e Hussey (2005, p. 185), programas como esses permitem a realização de “testes estatísticos de maneira rápida e precisa”, proporcionando uma melhor análise dos dados, por meio de tabelas e gráficos.

4 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 Internacionalização do Capital Social das Empresas

A Tabela 1 mostra que das 66 empresas analisadas, 28 (ou 42,42% do total) apresentaram alguma participação de capital estrangeiro na composição do capital social em 2009 e/ou 2010, com base nas informações evidenciadas nos itens dos Formulários de Referência dos anos de 2010 e 2011, respectivamente. Das 28 empresas, 26 apresentaram participação estrangeira em seu capital social, em 2009, e 27 apresentaram participação em 2010.

Tabela 1 – Empresas com participação estrangeira no capital social (2009-2010)

Companhia	Segmento	Sector	(%) capital estrangeiro em 2009	(%) capital estrangeiro em 2010
Centennial Asset. Participações Açu S.A.	MT	Transportes	100,000000	99,990000
Wilson Sons Ltd.	MT	Transportes	64,360000	71,480000
Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.	NM	Transportes	60,000000	65,000000
Tecnosolo Engenharia S.A.	MT	Construção	48,390000	48,390000
Portx Operações Portuárias S.A.	NM	Transportes	46,643000	-
Llx Logística S.A.	NM	Transportes	41,760000	46,840000
Viver Incorporadora e Construtora S.A.	NM	Construção	39,960000	39,960000
Lps Brasil - Consultoria de Imóveis S.A.	NM	Construção	33,199913	37,562600
Santos Brasil Participações S.A.	N2	Transportes	32,000000	26,780000
Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A.	NM	Construção	31,220000	26,000000
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	NM	Transportes	29,240000	29,240000
Direcional Engenharia S.A.	NM	Construção	28,000000	29,050000
Rossi Residencial S.A.	NM	Construção	23,110000	21,910800
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part.	NM	Construção	20,067392	25,240734
Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	NM	Construção	16,410000	16,410000
Pdg Realty S.A. Empreend. e Participações	NM	Construção	12,270000	12,270000
Cr2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	NM	Construção	9,200080	9,200080
Log-In Logística Intermodal S.A.	NM	Transportes	8,340000	8,320000
All America Latina Logística S.A.	NM	Transportes	7,575198	13,411701
Tam S.A.	N2	Transportes	6,300000	5,500000
Brookfield Incorporações S.A.	NM	Construção	5,530000	5,270000
Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A.	NM	Construção	5,338141	5,147426
Mrv Engenharia E Participações S.A.	NM	Construção	5,000000	5,300000
Trevisa Investimentos S.A.	MT	Transportes	0,002200	0,002200
Empresa Conc Rodov do Norte S.A. Econorte	MT	Transportes	0,000007	0,000007
Conc. Rod. Ayrton Senna e Carv. Pinto S.A.	MT	Transportes	0,000002	0,000002
Gafisa S.A.	NM	Construção	-	5,100000
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	N2	Transportes	-	5,087451

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 1 nota-se que das 28 empresas do setor de construção e transportes que apresentaram participação de capital estrangeiro na composição do capital social 22 (ou 78,57%) são pertencentes aos NDGC e apenas seis (ou 21,43%) ao MT, sendo 50% das empresas do setor de construção e 50% do setor de transportes.

Verifica-se que a participação estrangeira no capital social das companhias variou de 0,000002% (Conc Rod Ayrton Senna e Carv Pinto S.A.) a 100,00% (Centennial Asset Participações Açu S.A.). Vale ressaltar que ambas pertencem ao setor transportes e ao NM. Percebe-se que, dentre as cinco companhias, em 2009 e em 2010, com maior participação estrangeira no seu capital social, três são pertencentes ao MT e apenas duas ao NM.

Esse resultado diverge das constatações de Vieira e Mendes (2004), Becht, Bolton e Röell (2005), Nakayasu (2006) e Silva (2010) que observaram que o mercado estaria disposto a pagar um “prêmio de governança”, e assim, as regras de governança corporativa seriam promovidas, em parte, como meio de proteger e encorajar os investimentos estrangeiros. Amaral, Moreira, Gruberger e Iguiapaza. (2007) também evidenciou que empresas “internacionalizáveis” têm, em média, um indicador de qualidade de governança maior e estatisticamente diferente das outras empresas.

A Tabela 2 apresenta a média dos percentuais de capital estrangeiro (Média do C.E. em %) das empresas que possuem participação de investidores estrangeiros em seu capital social, analisados em relação aos subsetores do setor de construção e transportes e em relação ao segmento de listagem na BM&FBovespa (MT e NDGC), em 2009 e em 2010, respectivamente.

Tabela 2 – Média dos investimentos estrangeiros no capital social das empresas por subsetor (2009 e 2010)

SETOR		2009				2010			
		MT		NDGC		MT		NDGC	
		Média do C.E. (%)	Nº de empresas	Média do C.E. (%)	Nº de empresas	Média do C.E. (%)	Nº de empresas	Média do C.E. (%)	Nº de empresas
Construção	CC	-	0	16,48	10	-	0	15,89	11
	CP	-	0	-	0	-	0	-	0
	EC	48,39	1	-	0	48,39	1	-	0
	II	-	0	33,19	1	-	0	37,56	1
	MC	-	0	-	0	-	0	-	0
	SDC	-	0	31,22	1	-	0	26,15	1
Transportes	TA	-	0	6,30	1	-	0	5,29	2
	TF	-	0	7,57	1	-	0	13,41	1
	TH	0,00	1	8,34	1	0,00	1	8,32	1
	TR	-	0	-	0	-	0	-	0
	ER	0,00	2	44,62	2	0,00	2	47,12	2
	SAA	82,18 (2)	2	25,40	3	85,73	2	26,75 (2)	2
	SDT	-	0	-	0	-	0	-	0

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 2, que o subsetor que possui mais companhias classificadas é construção civil - CC (21, sendo quatro do Mercado Tradicional e 17 do Novo Mercado) equivalente a 31,81% do setor analisado. Cabe esclarecer que o subsetor possui em média 9,69%, em cada companhia, de capital estrangeiro em relação ao capital social total das empresas. Por outro lado, o subsetor que apresenta maior percentual de capital estrangeiro médio investido é o de serviços de apoio e armazenagem - SAA. Ressalte-se, que o subsetor SAA é o único que possui investimentos estrangeiros no capital social das companhias em todos os segmentos de listagem, independente da participação ou não nos NDGC.

A seguir, são apresentadas as análises comparativas entre a participação do capital estrangeiro no capital social das companhias participantes dos NDGC (N2 e NM) e não participantes (MT).

4.2 Características da Internacionalização do Capital social das Empresas

A Tabela 3 mostra os resultados da estatística descritiva das variáveis quanto à participação do capital estrangeiro no capital social das empresas do setor de construção e transportes nos anos de 2009 e de 2010.

Tabela 3 – Estatística descritiva da participação do capital estrangeiro das companhias

Estatística Descritiva	% capital estrangeiro 2009	% capital estrangeiro em 2010	Média dos dois períodos
Número de observações	66	66	66
Média	10,21	9,97	10,09
Mediana	0,00	0,00	0,00
Desvio Padrão	1,96	1,97	19,48
Coefficiente de Variação (%)	3,86	3,91	3,79
Intervalo	100,00	99,99	100,00
Mínimo	0,00	0,00	0,00
Máximo	100,00	99,99	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que, em 2009, em média, 10,21% do capital social das empresas do setor de construção e transportes listadas na BM&FBovespa pertenciam à investidores estrangeiros. Das 66 companhias analisadas: 43 não possuíam nenhum investimento estrangeiro relevante (0%); 11 empresas possuíam até 25% do seu capital social associado a investidores estrangeiros; nove possuíam investimentos estrangeiros equivalentes a até 50% do seu capital social; e, apenas três, possuíam investimentos superiores aos valores anteriores, tendo a Centennial Asset Participações Açu S.A. todo o seu capital social (100%) em posse de investidores estrangeiros.

Em 2010, o percentual de capital estrangeiro das companhias analisadas foi 9,97%, em média. Das 66 companhias analisadas: 42 não possuíam nenhum investimento estrangeiro relevante; 12 empresas possuíam até 25% do capital social associado a investidores estrangeiros; nove possuíam investimentos estrangeiros equivalentes de 26 a 50% do capital social; e, apenas três possuíam investimentos superiores a 50%.

A Figura 2 ilustra a frequência absoluta (número de empresas) e relativa (percentual) de empresas que possuem participação do capital estrangeiro na composição do capital social nos períodos analisados.

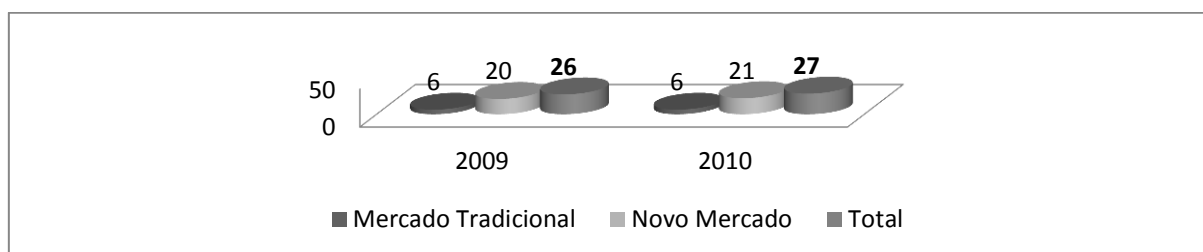


Figura 2 – Empresas com capital internacionalizado por segmento de listagem (2009-2010)

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que do total de empresas analisadas (66), 39,40% (26) em 2009 e 40,90% (27) em 2010, apresentaram participação de capital estrangeiro no seu capital social. Dessas empresas internacionalizadas, verifica-se que mais de 75% são participantes dos NDGC, nos dois períodos analisados, sinalizando a influência da governança na atração de capital estrangeiro, conforme sugerido por Silva (2010).

Foram identificados os investidores estrangeiros e suas respectivas nacionalidades responsáveis pela participação estrangeira no capital social das empresas no setor de construção e transporte com ações listadas na bolsa de valores brasileira. Em 2009 e em 2010,

36 e 37 investidores estrangeiros, entre pessoa física e pessoa jurídica, investiram nas 26 e 27 empresas do setor.

A Tabela 4 apresenta os cinco investidores institucionais estrangeiros que mais diversificaram seus investimentos, isto é, os que investiram em um maior número de companhias do setor de construção e transportes da BM&FBovespa, em 2009 e em 2010.

Tabela 4 – Maiores investidores estrangeiros (diversificadores) nas empresas do setor

Investidores estrangeiros	Nacionalidade	2009	2010
BlackRock Inc	EUA	3	3
Centennial Asset Mining Fund LLC	EUA	3	2
AllianceBernstein L.P.	EUA	2	2
Carmignac Gestion	França	2	2
T. Rowe Price	EUA	2	2

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nas informações evidenciadas na Tabela 4, nota-se que a empresa BlackRock Inc foi o investidor institucional estrangeiro que mais diversificou seus investimentos nas empresas do setor de construção e transportes, com participação em três empresas em 2009 e em três empresas em 2010, todas classificadas no NM, sendo estes investimentos, em média, de 5,99% do capital social das empresas em 2009, e de 6,28% em 2010. Nota-se ainda que a empresa Centennial Asset Mining Fund LLC foi o segundo investidor que mais diversificou seus investimentos no setor, com médias de 56,83% em 2009 e 61,91% em 2010, com relação ao capital social total de três empresas em 2009 e de duas em 2010, sendo todas igualmente do NM. Por sua vez, as empresas AllianceBernstein L.P., Carmignac Gestion e T. Rowe Price, que investiram em duas empresas nos dois anos analisados, empregaram respectivamente: 5,35% em 2009 e 5,22% em 2010; 7,46% em 2009 e 7,44% em 2010; e, 5,68% em 2009 e 5,28% em 2010. Vale ressaltar que de todas as companhias que receberam investimentos destes investidores, apenas uma não era do NM, no entanto também pertence aos NDGC (TAM S.A., listada no N2).

Em linhas gerais, foi identificada uma grande concentração de investidores estrangeiros norte-americanos, especialmente investidores institucionais, na participação do capital estrangeiro no capital social das empresas. De fato, mais de 56% dos investimentos em capital social, em 2009 e 2010, foram realizados por investidores de nacionalidade norte-americana. Os demais investimentos vieram de investidores dos seguintes países: Alemanha, Canadá, Escócia, Espanha, França, Holanda, Ilhas Virgens Britânicas, Inglaterra, Itália, Noruega, Singapura e Uruguai.

Após a apresentação dos resultados acerca da análise qualitativa das variáveis, os dados foram analisados por meio de testes estatísticos (análise quantitativa), conforme descrição a seguir.

4.3 Análise Estatística sobre a Internacionalização do Capital Social na Perspectiva da Governança Corporativa

Nesta seção são apresentados os resultados do teste de média dos grupos comparativos (NDGC e MT). Com o objetivo de verificar a disposição dos dados quanto à normalidade, efetuou-se o teste *Kolmogorov-Smirnov*, no qual se constatou a não normalidade dos dados de todas as variáveis, tendo em vista que o *p-value* apresentou valor menor do que o nível de significância de 5%. Sendo assim, o teste capaz de indicar diferenças estatisticamente significativas entre os grupos utilizado no presente estudo foi o teste não paramétrico de *Mann-Whitney* (Maroco, 2007).

Primeiramente, foram comparados os percentuais de capital estrangeiro da composição do capital social das empresas participantes dos NDGC com os percentuais das empresas não

participantes (MT). A Tabela 5 exibe um resumo estatístico para as variáveis nos dois períodos estudados.

Tabela 5 – Média das ordens das empresas por segmento de listagem considerando a participação de capital estrangeiro no capital social

Ano	Segmento de listagem	N	Média das ordens
2009	NDGC	35	39,38
	MT	31	26,85
2010	NDGC	35	39,82
	MT	31	26,35

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que, em média, há grande disparidade entre o percentual de capital estrangeiro das empresas participantes dos NDGC e das empresas do MT, nos dois períodos analisados. A diferença entre a média das ordens corresponde a aproximadamente 50%, tanto em 2009 como em 2010. Conforme orienta Maroco (2007), no primeiro passo, as N (observações) são ordenadas por ordem crescente, e caso existam empates a ordem dos empates é dada pela média das ordens que essas observações teriam se não fossem empates.

Com base na Tabela 5 também pode ser verificada a homogeneidade dos investimentos estrangeiros ao comparar os grupos de forma separada pelos anos investigados: 2009 e 2010. Vale ressaltar ainda que, enquanto as empresas do MT sofreram um pequeno aumento na média das ordens de 39,38 para 39,82, as empresas dos NDGC tiveram redução da média das ordens de 26,85 para 26,35.

A Tabela 6 apresenta os resultados da análise estatística por meio da aplicação do teste de *Mann-Whitney* para os percentuais de capital estrangeiro no capital social das empresas dos NDGC e das companhias não participantes (MT), nos dois períodos analisados.

Tabela 6 – Teste de *Mann-Whitney* - NDGC x MT

	2009	2010
<i>Mann-Whitney U</i>	336,500	321,000
<i>p-value</i>	0,003	0,001
Hipótese nula	Rejeita-se	Rejeita-se

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 6 apontam que houve diferenças estatisticamente significativas entre empresas participantes dos NDGC e das empresas não participantes, nos dois períodos analisados, quanto à participação de capital estrangeiro na composição do seu capital social, fato que confirma a hipótese levantada no estudo, e corrobora com os estudos de Souza, Murcia e Marcon (2011), que apesar de não terem o mesmo enfoque desta pesquisam, também destacaram que a governança está associada à internacionalização do capital social.

Do exposto, identifica-se que um maior nível de boas práticas de governança corporativa – nesse estudo representado pela listagem das empresas nos NDGC – pode promover maior internacionalização do capital social das empresas, o que corrobora a eficiência da administração baseada na teoria dos custos de transação. Esses resultados convergem com os de Jones (2010), que sinalizou a economia dos custos de transação obtida pelas estruturas de governança das organizações para potencializarem a participação de capital estrangeiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura preconiza que os investimentos em governança corporativa são realizados como estratégia para alcançar a possível internacionalização de capital, de forma a captar recursos de investidores estrangeiros. A partir deste contexto, a questão crítica que norteou este estudo foi: Em que medida as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da BM&FBovespa apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as empresas que não participam desses segmentos de listagem? Para responder esta problemática, o objetivo geral do presente estudo consistiu em analisar comparativamente a representatividade do capital estrangeiro no capital social das empresas do setor de construção e transportes, considerando os segmentos de listagem na BM&FBovespa.

De modo geral, os resultados mostraram que as médias do percentual de capital estrangeiro das companhias pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa (empresas listadas nos segmentos de listagem N1, N2 e NM da BM&FBovespa) são superiores às médias das não pertencentes (empresas listadas no MT), em 2009 e 2010, confirmando a hipótese da pesquisa.

Adicionalmente, foi identificada uma grande concentração de investidores estrangeiros norte-americanos, especialmente investidores institucionais, na participação do capital estrangeiro no capital social das empresas.

Destaca-se, portanto, que o presente estudo identificou a governança corporativa como sinalizador para a internacionalização do capital social das companhias, corroborando a eficiência da administração baseada na teoria dos custos de transação.

Ressalta-se que as conclusões desta pesquisa não devem ser generalizadas, visto que está limitada ao setor analisado (construção e transportes), bem como não pode ser concluído a partir desta pesquisa que a governança corporativa é um fator determinante para o investimento estrangeiro no capital social das companhias brasileiras, visto que as ferramentas estatísticas utilizadas não permitem fazer tal inferência.

Uma das contribuições desta pesquisa consiste na utilização do capital social como referência à internacionalização das empresas, bem como a abordagem conjunta dos dois temas, Internacionalização e Governança Corporativa. Assim, sugere-se que sejam efetuados estudos posteriores que levem em consideração uma amostra maior de empresas, a fim de testar a mesma hipótese levantada aqui, ou ainda que sejam aplicadas técnicas estatísticas capazes de identificar a governança corporativa como fator determinante ao investimento estrangeiro, por meio, como por exemplo, a análise de regressão.

REFERÊNCIAS

- Albuja, C. D. Garcia, F. G., Moreiras, L. M. F., & Tambosi Filho, E. (2011). Onde investir nos BRICs? Uma análise sob o prisma da organização industrial. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, São Paulo, 51(4), 349-369.
- Almeida, J. E. F., Lima, G. A., & Lima, I. S. (2009). Corporate governance and ADR effects on earnings quality in the Brazilian capital markets. *Corporate Ownership & Control*, 7(1), 55-72.
- Amaral, H. F., Moreira, B. C. de M., Gruberger, D. J., & Iguiapaza, R. A. (maio, 2007). Qualidade da governança corporativa das empresas na Bovespa e internacionalização: evolução 2002-2005. *Anais do Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas – IFBAE*, Porto Alegre, RS, Brasil, 4.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2005). *Corporate governance and control*. Finance Working Paper n° 02/2002, European Corporate Governance Institute. Recuperado em 26 dezembro, 2011 de <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan033582.pdf>.

- Bolsa de Mercadorias & Futuros de Estado de São Paulo. (2011). *Empresas: estatísticas*. (5. ed.). Ano 1. Recuperado em 22 outubro, 2011, de http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim_empresas_agosto09.asp.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. *Revista de Gestão da USP - REGE*, São Paulo, 17(2), 189-208.
- Collis, J., & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. (2. ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2011). *História do mercado de capitais do Brasil*. Portal do investidor. Acadêmico. Recuperado em 15 dezembro, 2011, de <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>.
- Export Manager. (2008). *Estratégias de internacionalização*. São Paulo: Export Manager Business School. Recuperado em 15 dezembro, 2011, de http://www.exportmanager.com.br/pages/titulos/pdf/estrategias_de_internacionalizacao.pdf.
- Fernandes, N. A. C., Dias, W. O., & Da Cunha, J. V. A. (2010). Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa. *Revista Organizações em Contexto - ROC*, 6(11), 22-44.
- Forte, R. (2011). *Indicadores da internacionalização das economias e das empresas*. Faculdade de Economia, Economia Internacional, Universidade do Porto. Recuperado em 30 dezembro, 2011, de http://www.fep.up.pt/docentes/joao/material/EI/EI_14_indicadores.pdf.
- Hair Jr., J. F., Anderson, R., Tatham, R., & Black, W. C. (2006). *Multivariate data analysis*. (6. ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Honório, L. C. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 49(2), 162-175.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2010). *Código de melhores práticas de governança corporativa*. (4. ed.). São Paulo: IBGC, 2009.
- _____. (2007). *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Jones, J. Transaction cost economics governance and control decisions. (2010). In: Hoque, Z. (2010). *Methodical issues in accounting research: theories and methods*. (2. ed.). London: Spiramus Press Ltd.
- Lopes, J. R. A., & Martins, H. C. (outubro, 2007). Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações nos custos de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no "novo mercado" e "níveis diferenciados" da Bovespa. *Revista de Administração FEAD-Minas*, 4, 53-74.
- Maroco, J. (2007). *Análise estatística: com utilização do SPSS*. (3. ed.). Lisboa: Sílabo.
- Motta, J. L. S., Da Silveira, A. M., & Borges, L. F. X. (2006). Exemplo de modelo referencial de governança corporativa. *Revista do BNCDES*, 13(26), 191-222.
- Nakayasu, G. N. (2006). *O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil*. 134 f. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Ramaswamy, K., Kroeck, K. G., & Renforth, W. (1996). Measuring the degree of internationalization of a firm: a comment. *Journal of International Business Studies*, 27(1), 167-77.
- Richardson, R. J., et al. (2009). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas.
- Roesch, S. A. (2006). *Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de casos*. (3. ed.). São Paulo: Atlas.

- Santana, M. H. (2008). The Novo Mercado. In: Santana, M. H., Ararat, M., Alexandru, P., Yurtoglu, B. B., Cunha, M. R. (2008). *Novo Mercado and its followers: case studies in corporate governance reform*. Recuperado em 15 dezembro, 2011 de [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/\\$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf).
- Sarti, F., & Laplane, M. F. (2002). O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. *Economia e Sociedade*, Campinas, 11(1), 63-94.
- Silva, E. C. (2010). *Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores*. (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Souza, F. C., Murcia, F. D., & Marcon, R. (2011). Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, 14(2), 62-81.
- Stulz, R. M. (february, 1999). *Globalization of equity markets and the cost of capital*. Dice center working paper n° 99-1. Recuperado em 26 dezembro, 2011, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=153669.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 325-342.
- Trevisan, L. (2008). Internacionalização de empresas brasileiras: uma aplicação do “modelo de Uppsala”. *Revista Eletrônica de Gestão de Negócios – eGesta*, 4(2), 163.
- Turolla, F. A. (setembro, 2008). Internacionalização de empresas de infra-estrutura. *Conjuntura da Infra-Estrutura*. (4. ed.). Recuperado em 15 dezembro, 2011, de http://www.abdib.org.br/index/conjuntura_infraestrutura_materia.cfm?id_edicao=4&id_secao=4&id_chapeu=1&id_materia=3.
- Vieira, S. P., & Mendes, A. G. S. T. (dezembro, 2004). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 11(22), 103-122.
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: New York Free Press.