

1 Compliance, Governança e Desempenho: Evidências do setor da Construção Civil

2 Resumo

3 O objetivo deste estudo foi avaliar se os fatores determinantes da Governança Corporativa e Práticas
4 de Compliance Anticorrupção (Melo, 2019) impactam sobre o desempenho. Para isso, o estudo contou
5 com uma amostra composta por 19 empresas do setor de construção civil brasileiro listadas na B3 entre
6 2018 e 2022. Por meio de abordagem quantitativa e através do uso do *software SmartPLS*, empregou-
7 se a Modelagem de Equações Estruturais para avaliar as relações entre variáveis latentes e suas
8 respectivas variáveis observadas. Os resultados sinalizaram que os fatores determinantes da
9 Governança Corporativa exercem impacto positivo e significativo sobre o desempenho financeiro
10 (ROA), fato que não ocorreu sobre o valor de mercado (LNVM e MTB), mesmo considerando
11 variáveis moderadoras (ALAV, EBITDA/AT e TAMF). De forma similar, práticas de Compliance
12 Anticorrupção também se mostraram significativas ao impactarem positivamente sobre o desempenho
13 financeiro, ao passo que frente ao valor de mercado tal relação não se confirmou.

14

15 **Palavras-chave:** compliance, governança corporativa, desempenho financeiro, valor de mercado.

16

17 1. Introdução

18 Desde o trabalho de Berle & Means (1932) sobre a separação entre propriedade e controle típica
19 das corporações modernas, que a governança corporativa tem chamado a atenção (Muniandy e Hillier,
20 2015). Tal fato se deve em grande parte às falhas de governança corporativa presenciadas em todo o
21 mundo e escândalos contábeis que resultaram em estado de falência de organizações como Kodak,
22 Lehman Brothers, Enron e WorldCom (Herdjiono e Mega Sari, 2017; Nobanee et al., 2023).

23 Sob a visão predominante que conceitua a firma como um nexo de contratos, os instrumentos
24 de governança servem para compensar perdas potenciais incorridas devido aos custos de agência
25 (teoria da agência), custos de transação (teoria dos custos de transação) e custos de direitos de
26 propriedade (teoria dos direitos de propriedade), decorrentes de um conflito de interesses entre
27 acionistas e administradores (Bozec, 2005).

28 Neste sentido, a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de sistemas,
29 processos e relacionamentos entre a administração de uma empresa, seus conselhos, acionistas e outras
30 partes interessadas (Palaniappan, 2017). Percebida como uma forma de lidar com problemas de
31 agência quando surgem conflitos entre proprietários e agentes, a governança corporativa, com base na
32 legislação e normas vigentes, introduz estratégias de motivação que incentivam os agentes a

33 protegerem os interesses dos acionistas e resolver conflitos, agregando valor aos acionistas de forma
34 contínua no longo prazo e resultando em variações no desempenho da empresa (kijkasiwat et al., 2022).

35 De forma indissociável e paralelo a este contexto o compliance se apresenta como mecanismo
36 ou engrenagem que complementa a governança corporativa (Quon et al., 2012; Assi, 2018; Schapiro e
37 Marinho, 2019). Embora bastante familiar de profissionais que atuam com conformidade, controles
38 internos e auditoria, o compliance, do inglês “*to comply*” que significa cumprir, ganhou evidência nos
39 últimos anos em decorrência principalmente dos grandes escândalos ocorridos no Brasil e no mundo,
40 envolvendo corrupção e lavagem de dinheiro nas relações entre iniciativa privada e poder público
41 (ASSI, 2018). Desde então, o compliance tem sido uma importante ferramenta na melhoria das práticas
42 de governança, pois desenvolve um papel fundamental na detecção e prevenção de más práticas
43 corporativas (De Lima Begnini et al., 2022).

44 Não obstante a prática de corrupção ser tipificada como crime na maioria dos países, a
45 corrupção internacional, consistente no pagamento de vantagens ilícitas a agentes públicos de outros
46 países, nem sempre o foi ou é. Com exceção dos Estados Unidos, que desde 1977, com a edição do
47 *Foreign Corrupt Practies Act (FCPA)*, punem tal prática, e o *UK Bribery Act* aprovado no Reio Unido
48 em 2010 (Carvalho et al., 2021)

49 Paralelo a isto, em junho de 2013, foi aprovada pelo Congresso Nacional a Lei 12.846/2013,
50 também conhecida por Lei Anticorrupção (LAC). Em seu art. 7º, que cita os agora já famosos
51 “programas de integridade”, em conjunto com o grande aumento do número de investigações pelas
52 autoridades, provocou uma revolução no cenário brasileiro em termos de programas de *compliance*
53 (Mendes e Carvalho, 2017).

54 Órgãos como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Brasil Bolsa Balcão
55 (B3) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também têm incentivado companhias de capital
56 aberto à adoção de programas de compliance por meio de recomendações de boas práticas. Porém, o
57 Brasil ainda é percebido como um país com alto índice de corrupção (Sousa et al., 2024).

58 Ainda que não sejam debatidos pela maior parte da população, os programas de compliance
59 como são designados os conjuntos de regras que gestores podem criar em suas empresas para reduzir
60 os riscos da prática de ilícitos gerados, principalmente pela exploração de suas atividades econômicas,
61 fazem, hoje, parte do cotidiano de milhares de corporações, principalmente de profissionais que atuam
62 com conformidade, controles internos e auditoria (Assi, 2018; Scandelari, 2022).

63 Apesar disso, acontecimentos recentes como casos de corrupção, fraudes e tragédias
64 ambientais, revelam não apenas o preocupante descompromisso de corporações e de seus gestores com
65 boas práticas de gestão e integridade, como também o fato de que programas preventivos, ainda que

66 fomentados por leis, podem ser absolutamente inidôneos, causando insegurança à sociedade (Neves,
67 2018).

68 Diante deste contexto, embora prevaleça uma crença generalizada sobre a importância dos
69 mecanismos de governança para resolver problemas de agência, a literatura empírica que investiga o
70 efeito de mecanismos individuais de governança corporativa junto ao desempenho corporativo ainda
71 não foi capaz de identificar efeitos positivos sistematicamente e é, na melhor das hipóteses,
72 inconclusiva (Bhagat et al., 2008). Apesar da abundância de pesquisas que visam explicar a relação
73 entre governança corporativa e desempenho da empresa, as evidências tem produzido resultados
74 contraditórios e inconsistentes, ou seja, argumentos e descobertas empíricas foram em ambos os
75 sentidos (Ahmed Sheikh et al., 2013).

76 Alguns pesquisadores argumentam que mecanismos internos de governança, como tamanho do
77 conselho, diretores externos, dualidade do CEO, propriedade gerencial e concentração de propriedade,
78 têm um efeito positivo no desempenho da empresa, enquanto que outros pesquisadores se opõem a
79 essas afirmações defendendo que tais mecanismos têm um efeito negativo sobre o desempenho da
80 empresa (Ahmed Sheikh et al., 2013).

81 Diante desta aparente falta de consenso, percebe-se como oportuno a condução de um estudo
82 que busque verificar o efeito de práticas de governança corporativa sobre desempenho e valor de
83 mercado, além de considerar a inclusão de uma variável ou *proxy* para compliance, aqui entendido
84 como importante mecanismo que complementa a governança corporativa. Inserido nessa discussão, o
85 questionamento que orienta esta pesquisa é o seguinte: **“Quais as relações entre os fatores
86 determinantes da governança corporativa e compliance anticorrupção sobre o valor de mercado
87 e desempenho da firma?”**.

88 Em busca por respostas ao problema de pesquisa, tem se como objetivo geral identificar os
89 fatores determinantes da governança corporativa e compliance e suas relações junto ao desempenho
90 financeiro e valor de mercado das 19 companhias abertas brasileiras da construção civil listadas na B3
91 (Brasil, Bolsa, Balcão) entre os anos de 2018 e 2022, por meio do uso de Modelagem de Equações
92 Estruturais. O desempenho financeiro foi mensurado pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre
93 o Patrimônio Líquido (ROE) e Taxa de Crescimento das vendas líquidas em relação ao ano anterior
94 (CRESCV). Para obtermos um resultado robusto, variáveis de controle foram adicionadas como:
95 Alavancagem Financeira (ALAV); Tamanho da Firma (TAMF); e Lucro antes dos Juros Impostos
96 Depreciação e Amortização (EBITDA/AT). O valor de mercado foi medido pelo Q de Tobin (Q),
97 Market-to-Book Value (MTBV) e o Logaritmo Natural do Valor de Mercado (LNVM).

98 As variáveis ou fatores determinantes de governança corporativa adotadas foram: 1.
99 Independência do Conselho (IC); 2. Dualidade do CEO (DCEO); 3. Reputação da Auditoria (Big4);

100 4. Comitê de Auditoria (CA); 5. Tamanho do Conselho de Administração (TCA); e 6. Investidor
101 Institucional (INST).

102 A variável compliance foi identificada através da utilização do modelo proposto por (Melo,
103 2019) que consiste em um índice de divulgação de práticas de compliance anticorrupção. Tal índice
104 contempla três categorias: (1) Práticas de Prevenção de Corrupção, (2) Práticas de Detecção da
105 Corrupção e (3) Práticas de Mitigação da Corrupção.

106 O presente trabalho está estruturado em cinco seções, além desta introdução. Na seção dois,
107 apresenta-se o referencial teórico e desenvolvimento das hipóteses; na terceira seção, são abordados
108 os procedimentos metodológicos; a quarta seção traz as análises e discussão dos resultados; e, por fim,
109 na seção cinco, as considerações finais.

110

111 **2. Referencial Teórico e Desenvolvimento das Hipóteses**

112 *2.1. Governança Corporativa, Compliance e Desempenho*

113 Concebida como forma legítima de lidar com problemas de agência quando surgem conflitos
114 entre proprietários e agentes, a governança corporativa introduz estratégias de motivação que
115 incentivam os agentes a proteger os interesses dos acionistas, resolver conflitos e agregar valor
116 (Kijkasiwat et al., 2022).

117 Haja visto as várias redes de relacionamento conectando governança corporativa e criação de
118 valor para a empresa, o impacto da governança corporativa é diverso e contundente, cabendo destacar
119 entre os principais benefícios tem se o melhor tratamento das questões estratégicas, consolidação de
120 otimizado modelo de gestão, interação e equidade com os diversos públicos da empresa, atratividade
121 no mercado, fidedignidade e tempestividade das informações financeiras, transparência nos relatórios,
122 atuação ética e social, auxílio ao combate a fraudes contábeis e a responsabilidade aos principais
123 funcionários corporativos no caso de não conformidade (Balachandran e Faff, 2015; Oliveira, 2015;
124 Subramanyam e Shalini, 2019; Kafidipe et al., 2021).

125 Embora prevaleça uma crença generalizada sobre a importância dos mecanismos de
126 governança para resolver problemas de agência, a literatura empírica que investiga o efeito de
127 mecanismos individuais de governança corporativa junto ao desempenho corporativo ainda não foi
128 capaz de identificar efeitos positivos sistematicamente e é, na melhor das hipóteses, inconclusiva
129 (Bhagat et al., 2008). Embora haja uma abundância de pesquisas que visam explicar a relação entre
130 governança corporativa e desempenho da empresa, as evidências tem produzido resultados
131 contraditórios e inconsistentes, ou seja, argumentos e descobertas empíricas foram em ambos os
132 sentidos. Alguns pesquisadores argumentam que mecanismos internos de governança, como tamanho

133 do conselho, diretores externos, dualidade do CEO, propriedade gerencial e concentração de
134 propriedade, têm um efeito positivo no desempenho da empresa, enquanto que outros pesquisadores
135 se opõem a essas afirmações defendendo que tais mecanismos têm um efeito negativo sobre o
136 desempenho da empresa (Ahmed Sheikh et al., 2013).

137 Herdjiono e Mega Sari (2017) através de 156 empresas manufatureiras indonésias listadas na
138 Bolsa de Valores da Indonésia entre 2011 e 2014, analisaram a influência do tamanho do conselho de
139 administração, comitê de auditoria, propriedade institucional e propriedade gerencial sobre o
140 desempenho financeiro. Os resultados evidenciam que o tamanho do conselho de administração tem
141 efeito positivo sobre o desempenho financeiro, enquanto que o tamanho do comitê de auditoria,
142 propriedade institucional e propriedade gerencial não tem efeito sobre o desempenho financeiro.

143 Alodat et al., (2022) foram em busca de evidências empíricas para avaliar o efeito da
144 governança corporativa sobre o desempenho da empresa. Através de 81 empresas não financeiras
145 listadas na Bolsa de Valores de Amã no período de 2014 a 2018, os autores encontraram uma relação
146 positiva e significativa entre as características do conselho de administração e do comitê de auditoria
147 com as medidas de desempenho da empresa como retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e Q de
148 Tobin. Porém uma relação insignificante e negativa entre a estrutura de propriedade e as medidas de
149 desempenho da empresa também foi identificada.

150 Buscando verificar o impacto das características da auditoria sobre o desempenho de 503
151 empresas manufatureiras listadas na Bolsa de Valores de Dhaka (DSE) durante o período de 2013 a
152 2017, Rahman et al., (2019) utilizaram a qualidade da auditoria externa (BIG4), a frequência das
153 reuniões do comitê de auditoria e o tamanho do comitê de auditoria são usados como proxies das
154 características da auditoria e o desempenho da empresa foi medido por meio do ROA e margem de
155 lucro. Os resultados indicaram que a qualidade da auditoria externa (BIG4) e o tamanho do comitê de
156 auditoria estão significativamente associados positivamente ao desempenho da empresa. Além disso,
157 o estudo também descobriu que existe uma relação negativa significativa entre a reunião do comitê de
158 auditoria e o desempenho da empresa. Neste contexto, tem se o estabelecimento da seguinte hipótese:

159

160 *H1: Os fatores determinantes da Governança Corporativa impactam positivamente sobre o*
161 *Desempenho Financeiro.*

162

163 Puni e Anlesinya (2020) buscaram examinar a influência dos mecanismos de governança
164 corporativa de empresas listadas na Bolsa de Gana entre os anos de 2006 a 2018, sobre o desempenho
165 da empresa, medido por índices baseados na contabilidade (retorno sobre ativos, retorno sobre
166 patrimônio líquido e lucro por ação), bem como medida baseada no mercado (Q de Tobin). Os

167 resultados revelaram que o tamanho do conselho, a frequência das reuniões do conselho e a
168 concentração de acionistas/estrutura de propriedade geralmente tiveram um impacto positivo no
169 desempenho financeiro. No entanto, a presença de comitês do conselho geralmente teve um impacto
170 negativo no desempenho financeiro, enquanto a dualidade do CEO não teve impacto no desempenho
171 financeiro. Diante desse resultado, formulou-se as seguintes hipóteses:

172

173 *H2: Os fatores determinantes da Governança Corporativa impactam positivamente sobre o*
174 *Valor de Mercado;*

175 *H3: As variáveis de Controle moderam positivamente o Valor de Mercado a partir da*
176 *Governança Corporativa.*

177

178 Bhatt e Bhattacharya (2015) buscaram examinar a relação entre o desempenho financeiro e a
179 estrutura de governança interna de 114 empresas do setor de Tecnologia da Informação da Índia entre
180 2006 a 2011. As evidências mostraram que conselhos maiores em tamanho e empresas classificadas
181 como familiares tiveram um impacto positivo sobre o desempenho da empresa; em contrapartida, a
182 presença de conselheiros independentes, bem como o número de reuniões realizados pelo conselho
183 não tiveram nenhuma associação com o desempenho. Neste contexto, tem se as seguintes hipóteses:

184

185 *H4: O Tamanho do Conselho modera positivamente o Desempenho Financeiro a partir da*
186 *Governança Corporativa.*

187 *H5: O Tamanho do Conselho modera positivamente o Valor de Mercado a partir da*
188 *Governança Corporativa.*

189

190 Buscando examinar o impacto da conformidade (compliance) com as diretrizes de governança
191 corporativa sobre o desempenho financeiro e valor da firma, Outa e Waweru (2016) testaram a hipótese
192 de que o cumprimento das diretrizes de governança corporativa emitidas em 2002 pela *Capital Markets*
193 *Authority* (CMA) melhorou o desempenho financeiro medido pelo ROA e o valor da empresa através
194 do Q de Tobin). As evidências encontradas pelos autores sustentam que há uma relação positiva e
195 significativa entre as diretrizes de governança corporativa e o desempenho da empresa.

196

197 De Lima Begnini et al., (2022) através análises de correlação e regressão múltipla buscaram
198 relacionar o Índice de Divulgação de Práticas de Compliance Anticorrupção, IDPCA (Melo, 2019),
199 com o valor de mercado das empresas listadas na B3. Através de variáveis independentes de controle
200 como ROA, *Capex* e Tamanho da Firma, os autores não encontraram relação entre nível de Compliance
anticorrupção e valor de mercado das empresas, além de não haver diferença significativa entre

201 empresas do Novo Mercado e as dos demais níveis de Governança Corporativa da B3. Diante desses
202 achados formulou-se as seguintes hipóteses:

203

204 *H6: Os Fatores Determinantes do Compliance impactam positivamente sobre a Governança*
205 *Corporativa.*

206 *H7: Os Fatores Determinantes do Compliance impactam positivamente sobre o Valor de*
207 *Mercado.*

208 *H8: Os Fatores Determinantes do Compliance impactam positivamente sobre o Desempenho*
209 *Financeiro.*

210 *H9: As variáveis de Controle moderam positivamente o Valor de Mercado a partir do*
211 *Compliance.*

212

213 3. Procedimentos Metodológicos

214 3.1. Caracterização da pesquisa

215 Por meio do procedimento de amostragem intencional, a população inicial respondia por 28
216 empresas de capital aberto do subsetor de Construção Civil da B3. Entretanto, devido à ausência de
217 algumas variáveis ou informações de interesse da pesquisa, 09 companhias foram excluídas da
218 pesquisa. Assim, a amostra da pesquisa contou com 19 empresas conforme exposto na Tabela 01.

219

220

221

Tabela 01

População e Amostra

Subsetor/Segmento	População		Amostra	
	Qde	%	Qde	%
Construção Civil/Incorporações	28	100	19	68

222

Fonte: Elaborado pelos autores.

223

224

225 A pesquisa caracteriza-se como descritiva, já que investiga a relação entre governança
226 corporativa, compliance anticorrupção, desempenho e valor de mercado. Em busca por respostas ao
227 problema de pesquisa, tem-se como objetivo geral identificar os fatores determinantes da governança
228 corporativa e compliance e suas relações junto ao desempenho financeiro e valor de mercado das 19
229 companhias abertas brasileiras da construção civil listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) entre os anos
230 de 2018 e 2022 conforme Tabela 02.

231

232

233

Tabela 02.

Empresas da Construção Civil

Nome da Cia	Código	Nome da Cia	Código	Nome da Cia	Código
-------------	--------	-------------	--------	-------------	--------

CR2 Empreend. Imobiliários S.A.	CRDE3	Inter Construtora e Incorporadora S.A.	INNT3	Rossi Residencial S.A.	RSID3
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part	CYRE3	JHSF Participações S.A.	JHSF3	Tecnisa S.A.	TCSA3
Direcional Eng. S.A.	DIRR3	João Fortes Eng. S.A.	JFEN3	Tenda S. A	TEND3
Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN3	Kallas Incorporações e Construções S.A.	KLAS3	Trisul S.A.	TRIS3
Ez Tec Empreend. e Participações S.A.	EZTC3	MRV Engenharia e Participações S.A.	MRVE3	Viver Incorporadora e Construtora S.A.	VIVR3
Gafisa S.A.	GFSA3	PDG Realty S.A. Empreend. e Particip.	PDGR3		
Helbor Empreend S.A.	HBOR3	RNI Negócios Imobiliários S.A.	RDNI3		

234 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

235

236 Quanto à forma de abordagem do problema, utilizar-se-á do método quantitativo, que segundo
237 Richardson (1999), trata-se da modalidade de pesquisa caracterizada pelo emprego da quantificação
238 desde a coleta das informações até a análise final por meio de técnicas estatísticas. Para operacionalizar
239 as variáveis de interesse, recorrer-se-á a Estatística Descritiva além do aparato da Estatística
240 Multivariada que segundo (Mingoti, 2005), possibilita estimar parâmetros, testes de hipóteses, análise
241 de variância e covariância, além de regressão multivariada.

242 Quanto às técnicas de coleta de dados, a presente pesquisa classifica-se como bibliográfica,
243 documental e dados em painel. A pesquisa documental foi empregada neste estudo, e segundo Martins
244 e Theóphilo (2009), trata-se de uma técnica de coleta de dados característica dos estudos que utilizam
245 documentos como fonte de dados, informações e evidências. Portanto, Demonstrações Financeiras
246 Padronizadas (DFP), Informações Anuais (IAN), Relatórios da Administração, Programas de
247 Compliance, Códigos de Conduta e demais documentos disponíveis nos sites das companhias, bem
248 como a base de dados do Economática, site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e também da
249 B3 fizeram parte da pesquisa documental, onde serão levantados anualmente os valores das variáveis
250 correspondentes aos constructos Governança Corporativa, Compliance, Valor de Mercado e
251 Desempenho Financeiro, correspondendo ao período entre 2018 e 2022, a fim de levantar os dados
252 essenciais para operacionalizar a pesquisa.

253 Quanto às técnicas de análise de dados, utilizou-se da Análise de Conteúdo e Modelagem de
254 Equações Estruturais. Para identificar as principais variáveis observadas dos constructos Governança
255 Corporativa e Compliance, torna-se necessário o emprego da Análise de Conteúdo, que será
256 direcionada aos principais informes das companhias de construção civil.

257 E por fim, concebida como técnica da Estatística Multivariada cada vez mais utilizada como
258 método para a conceituação e desenvolvimento de aspectos teóricos, a Modelagem de Equações

259 Estruturais se mostra promissora quando há a necessidade de verificar simultaneamente diversas
 260 relações teóricas entre uma ou mais variáveis independentes, com variáveis contínuas ou discretas, e
 261 uma ou mais variáveis dependentes, também contínuas ou discretas, através de constructos e relações
 262 latentes (que não sejam diretamente observáveis) complexas (Tabachnick e Fidell, 1996; Bilich, 2006;
 263 Lattin et al., 2011; Hair Jr. et al., 2014; Ringle et al., 2014).

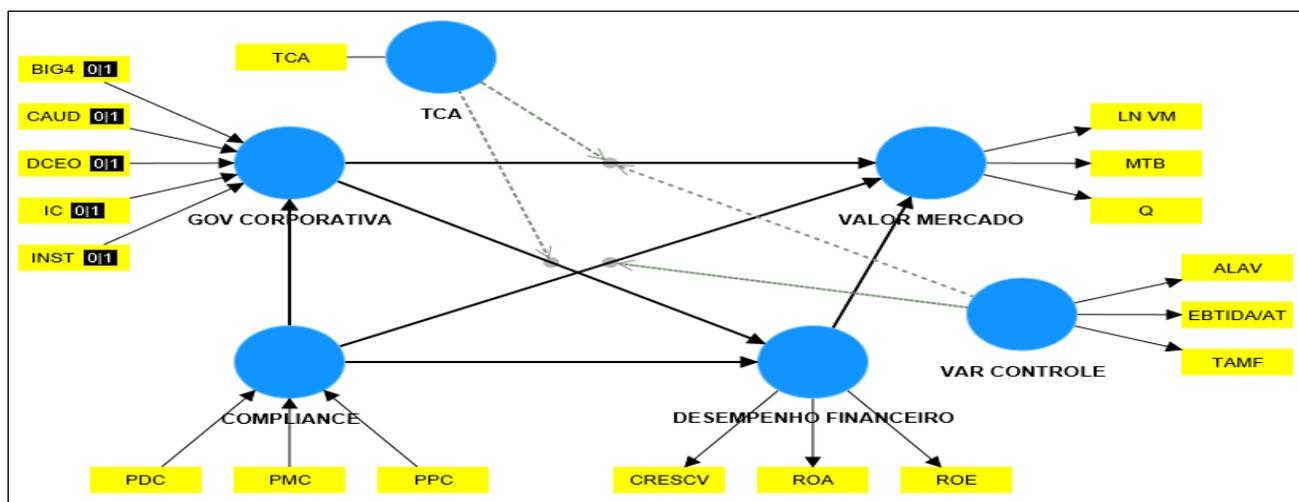
264 Malhotra et al., (2014) destacam sobre a importância de que o modelo de equações estruturais
 265 esteja fundamentado em uma base teórica, porque todas as relações devem ser especificadas antes que
 266 o modelo possa ser estimado. Os autores ainda destacam que um construto é uma variável não
 267 observável (ou latente), que pode ser definida em termos conceituais, mas não pode ser medido
 268 diretamente, ou seja, em vez disso, um construto é medido de forma aproximada e indireta, por meio
 269 da análise da consistência entre múltiplas variáveis observadas (ou mensuráveis).

270 Haja visto que esta pesquisa busca trabalhar com quatro conceitos-chave não observáveis, que
 271 são governança corporativa, compliance, valor de mercado e desempenho financeiro, torna-se
 272 pertinente a adoção da Modelagem de Equações Estruturais que permite identificar empiricamente as
 273 variáveis observáveis mais relevantes que poderia avaliar melhor essas variáveis-chave ocultas
 274 (latentes). Dessa forma, a partir de uma perspectiva integradora, os diferentes construtos ou variáveis
 275 latentes (não observáveis): “governança corporativa, compliance anticorrupção, valor de mercado e
 276 desempenho financeiro” e seus respectivos indicadores reflexivos e/ou formativos (variáveis
 277 observadas ou mensuradas)” ambos a serem identificados através da pesquisa bibliográfica e demais
 278 esforços, irão formar o modelo estrutural. Por meio da Figura 01 é possível visualizar o modelo
 279 proposto para fins de análise através da Modelagem de Equações Estruturais.

280

281 **Figura 01**

282 Modelo Estrutural



283

284 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

285 3.2. Validação do Modelo de Equações Estruturais
 286

287 Para que um modelo de equações estruturais possa ser validado, uma série de teste são
 288 necessários. A Tabela 03 demonstra o caminho a ser percorrido pelo pesquisador, através do uso do
 289 *software SmartPLS* afim de conferir ao modelo proposto validação.

290
 291 **Tabela 03**

292 Testes estatísticos para equações estruturais

Testes Estatísticos Aplicados	Principal Finalidade dos Testes
1 VIF (<i>Variance inflation factor</i>)	Avaliação da multicolinearidade
2 AVE (<i>Average variance extracted</i>)	Validades convergentes
3 Alpha de Cronbach e Confiabilidade composta	Confiabilidade do modelo
4 Coeficiente de Pearson (R ²)	Avaliação das variâncias das variáveis endógenas
5 Cargas cruzadas	Validade discriminante
6 Critérios de Fornell e Larcker	Validade discriminante
7 Coeficiente <i>Path</i>	Avaliação das relações causais
8 Teste t de Student	Avaliação das significâncias das correlações e regressões
Tamanho do efeito (f ²) ou Indicador de Cohen	Avaliação da utilidade dos constructos para o ajuste do modelo
10 Validade preditiva (Q ²)	Avaliação da acurácia do modelo ajustado
11 GoF (<i>goodness-of-fit</i>)	Qualidade global do modelo ajustado

293 **Fonte:** Adaptado de Fernandes e Rabechini Jr., (2023).
 294

295 3.3. Definição das variáveis da pesquisa

296 Os mecanismos de governança corporativa adotados nesta pesquisa (Independência do
 297 Conselho; Dualidade do CEO; Reputação da Auditoria; Comitê de Auditoria; Tamanho do Conselho
 298 de Administração; e Investidor Institucional) bem como a formula e a referência ou embasamento
 299 teórico estão demonstrados através do Tabela 04.

300
 301 **Tabela 04**

302 Mecanismos de Governança Corporativa

Variáveis Exógenas - Governança Corporativa (GC)				
Construto	Sigla	Variáveis Observadas	Fórmula	Referência
	IC	Independência do Conselho	A maioria dos membros do CA são independentes. Dummy; Sim = 1 Não = 0	(Kabir & Rahman, 2016); (Detthamrong et al., 2017)

Governança Corporativa (GC)	DCEO	Dualidade do CEO	Não há dualidade no cargo de CEO e de presidente do conselho de administração. Dummy; Sim = 1 Não = 0	(Krause et al., 2014); (Arora & Sharma, 2016); (Kabir & Rahman, 2016); (Detthamrong et al., 2017)
	BIG 4	Reputação da Auditoria (Big4)	A empresa é auditada por Big Four: Sim = 1 Não = 0	(Kabir & Rahman, 2016); (Detthamrong et al., 2017)
	CAUD	Comitê de Auditoria	Possui comitê de auditoria: Dummy - Sim = 1 Não = 0	(Kabir & Rahman, 2016); (Detthamrong et al., 2017)
	TCA	Tamanho do Conselho de Administração	Número de membros do Conselho de Administração.	(Detthamrong et al., 2017); (Ihlenfeldt & Colauto, 2020); (Koji et al., 2020)
	INST	Investidor Institucional	INST é uma variável dummy que assume valor 1 quando o acionista controlador é investidor institucional e 0 caso contrário.	(Seifert et al., 2005); (Bruno & Carvalhal, 2015) (Puni & Anlesinya, 2020)

303 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

304

305 A Tabela 5 exibe os dados, a fonte de coleta e o embasamento teórico para a mensuração do
306 desempenho da firma através de variáveis contábeis: Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o
307 Patrimônio Líquido (ROE) e Taxa de Crescimento das Vendas (CRESCV); e de Valor de Mercado
308 foram: Q de Tobin (Q), Valor de Mercado (VM) e também para as variáveis de controle utilizadas, a
309 formula e o embasamento teórico conforme especificado na Tabela 4 foram, a Alavancagem
310 Financeira (ALAV); Tamanho da Firma (TAMF); e Lucro antes dos Juros Impostos Depreciação e
311 Amortização (EBITDA/AT).

312

313 **Tabela 05**

314 Desempenho da Empresa e variáveis de controle

Desempenho da Empresa	Sigla	Variáveis	Fórmula	Referências
Variáveis Contábeis	ROA	Retorno sobre Ativo	$ROA = LL/AT$	(Cheng, 2008); (Outa & Waweru, 2016); (Arora & Sharma, 2016); (Bussin & Ncube, 2017); (Detthamrong et al., 2017); (Boachie & Mensah, 2022); (Ntim, 2013)
	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$ROE = LL/PL$	(Arora & Sharma, 2016); (Adegboye et al., 2019)
	CRESCV	Taxa de crescimento das vendas líquidas em relação ao ano anterior	$CRESCV = V_{ti} - V_{ti-1} / V_{ti-1}$	(Palaniappan, 2017); (Kijkasiwat et al., 2022)

Valor de Mercado	Q	Q de Tobin	$QTOBIN = (VMAO + VMAP + DIVT)/AT$	(Cheng, 2008); (Outa & Waweru, 2016); (Ntim, 2013); (Wintoki et al., 2012)
Variáveis de Controle	VM	Valor de Mercado	Logaritmo Natural (LN) do Valor de Mercado	(Siagian et al., 2013)
Moderadoras	ALAV	Alavancagem Financeira	$ALAV = \text{Dívida total} / \text{Ativo total}$	(Cheng, 2008); (Arora & Sharma, 2016); (Adegboye et al., 2019); (Kijkasiwat et al., 2022)
	TAMF	Tamanho da firma	Logaritmo do Ativo Total	(Cheng, 2008); (Arora & Sharma, 2016); (Adegboye et al., 2019); (Kijkasiwat et al., 2022)
	EBITDA/AT	Lucro antes dos Juros Impostos Depreciação e Amortização	$EBITDA = \text{Lucro operacional líquido} + \text{Juros} + \text{Impostos} + \text{Depreciação} + \text{Amortização}$	(Bussin & Ncube, 2017); (Boachie & Mensah, 2022)

315 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

316

317 Enfim, buscando operacionalizar a variável Compliance, tem-se o Índice de Divulgação de
318 Práticas de Compliance, Anticorrupção (IDPCA) desenvolvido por (Melo, 2019), composto por três
319 categorias: (i) Práticas de Prevenção de Corrupção; (ii) Práticas de Detecção da Corrupção; e (iii)
320 Práticas de Mitigação da Corrupção, conforme exposto no Tabela 06.

321

322 **Tabela 06**

323 Índice de divulgação de práticas de compliance anticorrupção - IDPCA

PRÁTICAS DE PREVENÇÃO DA CORRUPÇÃO - PPC	
Apoio da Administração	1 A empresa possui comitê ou conselho formal responsável pelo compliance.
	2 A empresa possui sistema de gestão que monitora as operações e transações sujeitas a análise de conformidade relacionadas a integridade.
Código de Conduta	3 A empresa adota padrões de conduta expressas em documento formal.
	4 As práticas anticorrupção contém regras e orientações sobre benefícios ou vantagens econômicas.
	5 O código de conduta aborda as contribuições políticas.
Comunicação	6 A empresa comunica seus padrões de comportamento (valores, cultura, integridade, estratégia e operação).
	7 A empresa possui procedimento de divulgação de prêmios recebidos em decorrência da adoção de práticas anticorrupção.
	8 A empresa divulga programas de capacitação sobre corrupção.
	9 Há divulgação da periodicidade para os treinamentos.
	10 A empresa desenvolve programa próprio sobre práticas anticorrupção para empregados.

Treinamentos	11	A empresa divulga que o plano de capacitação prevê a participação obrigatória dos agentes intermediários, como consultores, representantes comerciais e outros parceiros que atuam em nome da empresa.
Due Diligence	12	A empresa verifica os antecedentes para avaliar o risco e a probabilidade do fornecedor se envolver com suborno ou corrupção.
	13	A empresa considera riscos relacionados a atos de corrupção na contratação de serviços de terceiros.
Cláusulas nos Contratos	14	O código de conduta inclui regras de relacionamento com agentes públicos/terceiros.
	15	A empresa aplica seu código de conduta à sua cadeia de suprimentos.
PRÁTICAS DE DETECÇÃO DA CORRUPÇÃO - PDC		
Auditorias Internas	16	A empresa realiza auditoria interna dos processos e políticas estabelecidos por ela, como, por exemplo, o programa de integridade.
	17	A área de auditoria interna é responsável por identificar novos riscos de compliance.
Canal de denúncias	18	A empresa possui canais de denúncia de comportamentos que violem o código de conduta, bem como questões legais e éticas.
	19	A empresa apresenta mecanismo de denúncias que garante o anonimato.
	20	A empresa possui um telefone com ligações gratuitas (0800).
PRÁTICAS DE MITIGAÇÃO DA CORRUPÇÃO -PMC		
Investigação interna	21	A empresa investiga alguma situação que possa representar conflito de interesses que necessite de ciência e/ou validação.
	22	Ao detectar problemas ou irregularidades de operação, a empresa modifica os procedimentos estabelecidos, os programas de treinamento e educação.
Medidas punitivas	23	A empresa possui sanções e punições formais em casos de violação ao código de conduta por parte dos seus empregados.
	24	A empresa possui sanções ou punições formais em caso de violação do código de conduta por parte de seus fornecedores.
Divulgação dos resultados da investigação	25	A empresa divulga os resultados de suas atividades de compliance por meio de consulta do status de incidente enviado, prestando contas das medidas corretivas tomadas e dos processos em andamento.
Nota: Dummy - Sim = 1 Não = 0		

324 **Fonte:** Melo (2019).

325

326 Para quantificação do índice, utiliza-se da Análise de Conteúdo, que segundo (Melo, 2019),
327 atribuindo-se 0 (zero) quando nenhuma informação for apresentada nos Códigos de Conduta,
328 Formulários de Referências, Relatórios da Administração e Programas de Compliance das empresas e
329 1 (um) quando forem apresentadas. Esse procedimento permite que as informações sejam agrupadas
330 de forma binária. Assim, as empresas poderão receber pontuação que varia entre 0 a 25 pontos (25
331 itens x 1 ponto).

332

333 **4. Análise e Discussão dos Resultados**

334 *4.1. Estatística Descritiva da variável Compliance Anticorrupção*

335 Através da estatística descritiva torna-se possível compreender o comportamento das variáveis
336 de interesse da pesquisa, bem como resumir as principais características dos dados e prover
337 informações uteis. Através de medidas de tendência central e dispersão, o IDPCA (Melo, 2019)
338 aplicado a um total de 19 companhias da construção civil, listadas na B3 entre os anos de 2018 e 2022
339 pode ser analisado com o auxílio da Tabela 7.

340
341 **Tabela 7**

342 Estatística Descritiva das Variáveis do IDPCA

IDPCA	Obs.:	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Coefficiente de Variação %
Total	95	15,68	2,88	22	10	18,36
Prevenção	95	8,89	1,56	13	06	17,54
Detecção	95	4,21	0,95	05	02	22,56
Mitigação	95	2,57	0,67	04	02	26,07

343 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

344

345 Como pode ser visto, o IDPCA proposto por (Melo, 2019) se divide em três categorias: (i)
346 Práticas de Prevenção de Corrupção; (ii) Práticas de Detecção da Corrupção; e (iii) Práticas de
347 Mitigação da Corrupção. A média encontrada para o índice como um todo foi de 15,68 e o valor
348 máximo e mínimo encontrado respectivamente foi 22,00 e 10,00. Cabe lembrar que o Índice de
349 divulgação de práticas de compliance anticorrupção (IDPCA) possui como pontuação máxima 25,00
350 o que significa que a empresa que obtiver tal valor, estaria 100% comprometida com práticas de
351 prevenção, detecção e mitigação da corrupção.

352 Em se tratando de prevenção, primeira categoria do IDPCA, cuja pontuação máxima de 15,00
353 a ser obtida pela empresa, observa-se que a média encontrada foi de 8,89, seguido do valor máximo
354 de 13,00 e mínimo de 6,00. A outra categoria do IDPCA, a detecção, cujo valor máximo a ser obtido
355 pelas companhias é de 5,00, encontrou-se 4,21 de média, seguido de 5,00 como valor máximo obtido
356 e mínimo de 2,00. Por fim, a terceira categoria do IDPCA, a mitigação, que têm como parâmetro um
357 total de 5,00 pontos, retornou valores médios de 2,57, e máximo de 4,00 e mínimo de 2,00.

358

359 4.2. Avaliação do Modelo Proposto

360 Afim de possibilitar o uso do software *SmartPLS* para operacionalizar a Modelagem de
361 Equações Estruturais, recorreu-se ao estudo de (Ringle et al., 2014) intitulado de “Modelagem de
362 Equações Estruturais com utilização do *SmartPLS*”. Segundo os autores, para se usar o *SmartPLS*
363 pode-se estimar o tamanho da amostra mínima que se deve usar, recorrendo-se ao *software* gratuito

364 G*Power 3.1.9.4. Para tal se deve avaliar o constructo ou variável latente que recebe o maior número
 365 de setas ou tem o maior número de preditores. Ringle et al., (2014) reforçam que para o cálculo deve-
 366 se observar que há dois parâmetros: o poder do teste (Power = 1 - $\beta_{\text{erro prob. II}}$) e o tamanho do efeito
 367 (f^2), e que autores como Cohen (1998) e Hair Jr. et al., (2014) recomendam o uso do poder como 0,80,
 368 f^2 mediano = 0,15. No caso em questão a variável latente que mais recebe setas é o Valor de Mercado,
 369 ou seja, 03 setas. Assim, a amostra mínima calculada para o exemplo deve ser de 77 casos, conforme
 370 exposto na Tabela 08.

371

372

373

Tabela 08

Saída do G*Power 3.1.9.4

Input parameters		Output parameters	
Effect size f^2	0,15	Noncentrality parameters λ	11.5500000
α err prob.	0,05	Critical F	2.7300187
Power (1 - $\beta_{\text{erro prob.}}$)	0,80	Numerator df	3
Numbers of predictors	3	Denominator df	73
		Total sample size	77
		Actual power	0,8017655

374

Fonte: Elaborado pelos autores.

375

376

377 Uma vez calculada a amostra necessária para se conduzir este estudo, passa-se então para a
 378 avaliação do modelo proposto. Cabe lembrar que o número de elementos que compõe a amostra deste
 379 estudo (95 observações) atende ao referido teste acima.

380

381

382

383

384

385

386

Tabela 09

Avaliação do Modelo de Equação Estrutural proposto

Variável Latente	Indicadores	Cargas Externas	AVE	Validade Discriminante
VALOR DE MERCADO	LN VM	0,922	0,579	SIM
	MTB	0,803		
	Q*	-0,491		
DESEMPENHO FINANCEIRO	ROA	0,976	0,347	NÃO
	ROE*	-0,216		
	CRESCV*	0,202		
VARIÁVEL DE CONTROLE	TAMF	0,736	0,636	SIM
	ALAV*	-0,735		
	EBITDA/AT	0,908		

Nota: *Indicadores a serem excluídos por não satisfazerem através de suas cargas externas o mínimo de 0,708.

387

Fonte: Elaborado pelo autor.

388

389 Em relação as cargas externas dos indicadores do modelo, (Hair et al., 2019)) recomendam
 390 que para construções de modelo de caráter reflexivo, obtenha-se no mínimo 0,708. Dessa forma, na
 391 variável latente Valor de Mercado o indicador Q precisou ser excluído, pois apresentou valor de carga
 392 externa inferior (-0,491) ao recomendado por Hair et al., (2019). A variável latente Desempenho
 393 Financeiro apresentou problema quanto às cargas externas de seus dois indicadores (ROE e CRESCV),
 394 o que implicou na exclusão de ambos. Quanto a variável latente Variável de Controle, o indicador
 395 ALAV apresentou carga externa de (-0,735) o que infringiu o recomendado, portanto, também foi
 396 excluída do modelo.

397 Dando sequência na análise da Tabela 10, outro aspecto a ser observado dos modelos de
 398 mensuração são as Validades Convergentes obtidas pelas observações das Variâncias Médias
 399 Extraídas (*Average Variance Extracted* - AVEs). Segundo Ringle et al., (2014), deve-se usar o critério
 400 de Fornell e Larcker, isto é, os valores das AVEs devem ser maiores que 0,50 ($AVE > 0,50$). A AVE
 401 é a porção dos dados (nas respectivas variáveis) que é explicada por cada um dos constructos ou VL,
 402 respectivos aos seus conjuntos de variáveis ou quanto, em média, as variáveis se correlacionam
 403 positivamente com os seus respectivos constructos ou VL (Ringle et al., 2014).

404 A análise da tabela 10 demonstra ainda que apenas um constructo ou variável latente do modelo
 405 apresentou valor da $AVE < 0,50$. Nessas situações devem-se eliminar variáveis observadas ou
 406 mensuradas dos constructos que apresentam a $AVE < 0,50$. Neste caso, Desempenho Financeiro teve
 407 seus indicadores (CRESCV e ROE) excluídos conforme exposto anteriormente

408 Seguindo com o processo de validação, procedeu-se com as exclusões acima identificadas e
 409 novamente estimou-se as cargas externas. A Tabela 10 expõem um novo cenário, onde todas as
 410 variáveis latentes através de seus respectivos indicadores atendem ao recomendado por Hair et al.,
 411 (2019). Consequentemente, a AVE de todas as variáveis latentes também se mostrara satisfatória, ou
 412 seja, $AVE > 0,50$.

413

414 **Tabela 10**
 415 Avaliação do Modelo de Equação Estrutural após exclusão

Variável Latente	Indicadores	Cargas Externas	AVE	Validade Discriminante
VALOR DE MERCADO	LN VM	0,958	0,826	SIM
	MTB	0,857		
DESEMPENHO FINANCEIRO	ROA	1,000	1,000	SIM
VARIÁVEL DE CONTROLE	TAMF	0,888	0,793	SIM
	EBITDA/AT	0,894		

416 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

417

418 Após a análise das cargas fatoriais conforme exposto acima, buscou-se avaliar a
 419 multicolinearidade das variáveis por meio da análise do VIF (*variance inflation fator*). Para fins de

420 orientação neste teste, utilizaremos a referência proposta por Hair Jr. et al., (2016) que não deve ser
 421 superior a 5,00. Este teste tem como objetivo verificar o nível de semelhança entre as variáveis,
 422 influenciando o resultado do modelo (Fernandes e Rabechini Jr., 2023). Por meio da Tabela 12 é possível
 423 verificar que todos os indicadores se mostraram satisfatórios diante do teste VIF.

424

425 **Tabela 12**
 426 Avaliação do Modelo de Equação Estrutural após exclusão

Variável Latente	Indicadores	VIF
GOVERNANÇA CORPORATIVA	BIG4	1,475
	CAUD	1,091
	DCEO	1,367
	IC	1,207
	INST	1,481
COMPLIANCE	PDC	1,925
	PMC	2,949
	PPC	3,961
VALOR DE MERCADO	LN VM	1,828
	MTB	1,828
DESEMPENHO FINANCEIRO	ROA	1,000
TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	TCA	1,000
VARIÁVEL DE CONTROLE	TAMF	1,525
	EBITDA/AT	1,525

428 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

429

430 Devido à ausência de multicolinearidade, torna-se possível avaliar o grau de explicação da
 431 variância das variáveis endógenas a partir das variáveis exógenas do modelo (Pereira et al., 2021).
 432 Através da avaliação dos coeficientes de determinação de Pearson (R^2) pode-se avaliar a porção da
 433 variância das variáveis endógenas, que é explicada pelo modelo estrutural. Segundo Cohen (1998),
 434 $R^2=2\%$ é classificado como efeito pequeno; $R^2=13\%$ como efeito médio e $R^2=26\%$ como efeito
 435 grande.

436 A Tabela 13 evidencia que Compliance e Governança Corporativa explicam 41,60% do
 437 desempenho financeiro; Compliance explica 43,00% da Governança Corporativa; e Desempenho
 438 Financeiro, Compliance e Governança Corporativa explicam 69,40% do Valor de Mercado. Em ambos
 439 os casos pode-se dizer que o efeito explicativo através do R^2 foi considerado grande.

440

441 **Tabela 13**
 442 Grau de explicação da variância das variáveis endógenas R^2

VARIÁVEL LATENTE	R^2
DESEMPENHO FINANCEIRO	0,416
GOVERNANÇA CORPORATIVA	0,430
VALOR DE MERCADO	0,694

443 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

444 Dando sequência às análises dos resultados, tornou-se necessário avaliar outro indicador de
 445 qualidade de ajuste do modelo denominado Tamanho do Efeito (f_2). Também conhecido por Indicador
 446 de Cohen, pode ser obtido pela inclusão e exclusão de constructos do modelo (um a um), onde avalia-
 447 se quanto cada constructo é “útil” para o ajuste do modelo.

448 Segundo Hair et al. (2014), valores de 0,02, 0,15 e 0,35 são considerados pequenos, médios e
 449 grandes, respectivamente. Também, o f^2 é avaliado pela razão entre a parte explicada pelo modelo e a
 450 parte não explicada ($f^2 = R^2 / (1 - R^2)$). Para testar a significância das relações apontadas, utilizou-se do
 451 módulo “*Bootstrapping*” (técnica de reamostragem), conforme exposto pela Tabela 14.

452 Deste modo, ao fim da condução de diversos testes feitos até o momento, direcionamos nossa
 453 atenção para a aceitação ou rejeição das hipóteses que nortearam esta pesquisa, conforme Tabela 14.

454

455 **Tabela 14**

456 Tamanho do Efeito (f_2), Valor-p e Resultado das Hipóteses

Relações	Coefficientes de Caminho	p-valor	Hipótese	Conclusão da Hipótese	f^2
GC > DF	1,111	0,005***	H1	ACEITA	0,140
GC > VM	0,566	0,120 ^{n/s}	H2	REJEITA	0,041
Mdr. TCA x GC > DF	0,077	0,706 ^{n/s}	H4	REJEITA	0,002
Mdr. TCA x GC > VM	-0,540	0,035***	H5	ACEITA	0,083
COMPLIANCE > GC	0,310	0,000***	H6	ACEITA	0,862
COMPLIANCE > VM	-0,030	0,772 ^{n/s}	H7	REJEITA	0,001
COMPLIANCE > DF	-0,393	0,007***	H8	ACEITA	0,121
Mdr. VAR CONTR. x COMPLIANCE > VM	0,139	0,124 ^{n/s}	H9	REJEITA	0,024
Mdr. VAR CONTROLE X GC > VM	0,331	0,294 ^{n/s}	H3	REJEITA	0,012

Notas: Mdr (Moderação); ***(significativo a 1% - p-valor < 0,01); *(significativo a 5% - p-valor < 0,05); *(significativo a 10% - p-valor < 0,1); n/s (não significativo).

457 **Fonte:** Elaborado pelos autores.

458

459 Por meio da Tabela 14 podemos inferir que a Hipótese 1 foi aceita ($p=0,005$) a um nível de 1%
 460 de significância, implicando afirmar que apesar de moderada ($f^2=0,140$), os fatores determinantes da
 461 Governança Corporativa impactam positivamente sobre o Desempenho Financeiro (ROA). A Hipótese
 462 2 foi rejeitada ($p=0,120$), ou seja, os fatores determinantes da Governança Corporativa não impactam
 463 positivamente sobre o Valor de Mercado (LN VM e MTB) (Rahman et al., 2019; Kijkasiwat et al.,
 464 2022).

465 Na sequência temos a hipótese 3 que também foi rejeitada ($p=0,706$), ou seja, o Tamanho do
 466 Conselho não modera positivamente o Desempenho Financeiro a partir da Governança Corporativa.
 467 A Hipótese 4 foi aceita ($p=0,035$), mesmo que de forma fraca ($f^2=0,083$), o Tamanho do Conselho
 468 modera positivamente o Valor de Mercado a partir da Governança Corporativa (Herdjiono e Mega
 469 Sari, 2017; Kijkasiwat et al., 2022).

470 A Hipótese 5 foi aceita ($p=0,000$), ou seja, de forma forte ($f^2=0,862$), os Fatores Determinantes
471 do Compliance impactam positivamente sobre a Governança Corporativa. A Hipótese 6 foi rejeitada
472 ($p=0,772$), ou seja, os Fatores Determinantes do Compliance não impactam positivamente sobre o
473 Valor de Mercado. A Hipótese 7 foi aceita ($p=0,007$), ou seja, os Fatores Determinantes do Compliance
474 impactam de forma moderada, mas positivamente o Desempenho Financeiro.

475 A Hipótese 8 foi rejeitada ($p=0,124$), ou seja, as variáveis de controle não moderaram
476 positivamente o Valor de Mercado a partir do Compliance. A Hipótese 9 também foi rejeitada
477 ($p=0,294$), ou seja, as variáveis de controle não moderaram positivamente o Valor de Mercado a partir
478 da Governança Corporativa.

479

480 **5. Considerações Finais**

481 Com o objetivo de identificar os fatores determinantes da governança corporativa e compliance
482 e suas relações junto ao desempenho financeiro e valor de mercado, a presente pesquisa, através de
483 uma abordagem quantitativa e por meio do uso de Modelagem de Equações Estruturais, encontrou
484 evidências de que a Governança Corporativa de 19 companhias de construção civil listadas na B3
485 impacta positivamente ainda que de forma moderada sobre o desempenho financeiro (ROA).

486 Sobre a possibilidade de governança corporativa impactar positivamente sob o valor de
487 mercado (LNVM e MTB) conforme esperado, os achados da pesquisa revelaram uma relação
488 estatisticamente não significativa, o mesmo ocorrendo quando se considerou a presença de variáveis
489 de controle como moderadoras.

490 Entretanto, quando a pesquisa considerou a possibilidade do Tamanho do Conselho (TCA)
491 moderar a relação de impacto da governança corporativa sobre o valor de mercado, os resultados
492 contrariam o achado anterior, ou seja, há uma relação estatisticamente significativa ($p=0,035$) de o
493 TCA moderar positivamente o valor de mercado a partir da Governança Corporativa.

494 Em relação ao construto Compliance, verificou-se que o mesmo impacta de forma forte,
495 positiva e estaticamente significativa sobre a governança corporativa e de forma fraca sobre o
496 desempenho financeiro. Porém, o mesmo não foi observado em relação ao valor de mercado, onde o
497 compliance não exerceu impacto, mesmo quando se considerou a presença de variáveis de controle.

498 Dessa forma, apesar de algumas limitações encontradas no transcorrer da pesquisa como dados
499 ausentes, amostra reduzida, outros fatores determinantes da governança e compliance não levados em
500 consideração, os resultados permitiram responder à questão de pesquisa estabelecida.

501 Conforme exposto inicialmente, a aparente falta de consenso entre os pesquisadores sobre as relações
502 encontradas entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado parece ganhar

503 mais fôlego diante dos resultados acima, principalmente ao propormos a consideração do compliance
504 em uma análise que permite trabalhar diversas variáveis por meio de modelagem de equações
505 estruturais. Neste sentido, como sugestão de pesquisa futura, tem se a consideração de outros setores
506 econômicos que não o da construção civil, além da inclusão de outras variáveis ou métricas de
507 desempenho financeiro, valor de mercado, governança corporativa e compliance.

508

509

510 **Referências**

- 511 Adegboye, A., Ojeka, S., Adegboye, K., Ebuzor, E., & Samson, D. (2019). FIRM PERFORMANCE AND
512 CONDENSED CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM: EVIDENCE OF NIGERIAN FINANCIAL
513 INSTITUTIONS. *Business: Theory and Practice*, 20(0), 403–416. <https://doi.org/10.3846/btp.2019.38>
- 514 Ahmed Sheikh, N., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The impact of internal attributes of corporate governance on
515 firm performance. *International Journal of Commerce and Management*, 23(1), 38–55.
516 <https://doi.org/10.1108/10569211311301420>
- 517 Alodat, A. Y., Salleh, Z., Hashim, H. A., & Sulong, F. (2022). Corporate governance and firm performance:
518 empirical evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(5), 866–896.
519 <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0361>
- 520 Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries:
521 evidence from India. *Corporate Governance*, 16(2), 420–436. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2016-0018>
- 522 Assi, M. (2018). *Compliance: como implementar* (Trevisan, Org.).
- 523 Balachandran, B., & Faff, R. (2015). Corporate governance, firm value and risk: Past, present, and future.
524 *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.07.002>
- 525 Bhagat, S., Bolton, B., & Romano, R. (2008). The Promise and Peril of Corporate Governance Indices.
526 *Columbia Law Review*, 108(8), 1803–1882.
- 527 Bhatt, R. R., & Bhattacharya, S. (2015). Board structure and firm performance in Indian IT firms. *Journal of*
528 *Advances in Management Research*, 12(3), 232–248. <https://doi.org/10.1108/JAMR-07-2014-0042>
- 529 Bilich, F. (2006). FLEXIBILITY ANALYSIS IN AN INFORMATION ECONOMY: STRUCTURAL EQUATION MODELING.
530 *JISTEM Journal of Information Systems and Technology Management*, 3(2), 93–122.
531 <https://doi.org/10.4301/S1807-17752006000200002>
- 532 Boachie, C., & Mensah, E. (2022). The effect of earnings management on firm performance: The moderating
533 role of corporate governance quality. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102270.
534 <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102270>
- 535 Bozec, R. (2005). Boards of Directors, Market Discipline and Firm Performance. *Journal of Business Finance &*
536 *Accounting*, 32(9–10), 1921–1960. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00652.x>
- 537 Bruno, P., & Carvalhal, A. (2015). Firm valuation, performance and origin of controlling shareholder in Brazil.
538 *Corporate Ownership and Control*, 12(4), 535–540. <https://doi.org/10.22495/cocv12i4c5p3>

- 539 Bussin, M. H. R., & Ncube, M. (2017). Chief Executive Officer and Chief Financial Officer compensation
540 relationship to company performance in state-owned entities. *South African Journal of Economic and*
541 *Management Sciences*, 20(1). <https://doi.org/10.4102/sajems.v20i1.1644>
- 542 Carvalho, A. C., Bertocelli, R. de P., Alvim, T. C., & Venturini, O. (2021). *Manual de Compliance* (Forense, Org.;
543 3° ed).
- 544 Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*,
545 87(1), 157–176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>
- 546 Cohen, J. (1998). *Statistical Power Analysis for the Behavioural Sciences*. (Lawrence Erlbaum Associates.,
547 Org.).
- 548 De Lima Begnini, D., Batista de Lima, J., Leite Gomes, P., & Da Rosa Filho, C. (2022). Relação entre valor de
549 mercado e compliance anticorrupção. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 16(2),
550 133–149. <https://doi.org/10.12712/rpca.v16i2.53077>
- 551 Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm
552 performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709.
553 <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- 554 FERNANDES, P. J. M. A., & RABECHINI JR., R. (2023). GESTÃO DE RISCOS NA ABORDAGEM ÁGIL E O SUCESSO
555 DE PROJETOS. *Journal of Management & Technology*, 23(1), 138–162.
- 556 Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-
557 SEM. *European Business Review*, 31(1), 2–24. <https://doi.org/10.1108/EBR-11-2018-0203>
- 558 Hair Jr., J. F., Gabriel, M. L. D. da S., & Patel, V. K. (2014). Modelagem de Equações Estruturais Baseada em
559 Covariância (CB-SEM) com o AMOS: Orientações sobre a sua aplicação como uma Ferramenta de
560 Pesquisa de Marketing. *Revista Brasileira de Marketing*, 13(2), 44–55.
561 <https://doi.org/10.5585/remark.v13i2.2718>
- 562 Hair Jr., J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2016). *A Primer on Partial Least Squares Structural*
563 *Equation Modeling (PLS-SEM)* (Sage Publications., Org.).
- 564 Herdjiono, I., & Mega Sari, I. (2017). The Effect of Corporate Governance on the Performance of a Company.
565 Some Empirical Findings from Indonesia. *Journal of Management and Business Administration. Central*
566 *Europe*, 25(1), 33–52. <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.188>
- 567 Ihlenfeldt, E. L., & Colauto, R. D. (2020). Qualidade do conselho de administração em companhias brasileiras
568 de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 39(3), 37–53.
569 <https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i3.44625>
- 570 Kabir, H., & Rahman, A. (2016). The role of corporate governance in accounting discretion under IFRS:
571 Goodwill impairment in Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 290–308.
572 <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2016.10.001>
- 573 Kafidipe, A., Uwalomwa, U., Dahunsi, O., & Okeme, F. O. (2021). Corporate governance, risk management and
574 financial performance of listed deposit money bank in Nigeria. *Cogent Business & Management*, 8(1).
575 <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1888679>
- 576 Kijkasiwat, P., Hussain, A., & Mumtaz, A. (2022). Corporate Governance, Firm Performance and Financial
577 Leverage across Developed and Emerging Economies. *Risks*, 10(10), 185.
578 <https://doi.org/10.3390/risks10100185>

- 579 Koji, K., Adhikary, B. K., & Tram, L. (2020). Corporate Governance and Firm Performance: A Comparative
580 Analysis between Listed Family and Non-Family Firms in Japan. *Journal of Risk and Financial*
581 *Management*, 13(9), 215. <https://doi.org/10.3390/jrfm13090215>
- 582 Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, A. A. (2014). CEO Duality. *Journal of Management*, 40(1), 256–286.
583 <https://doi.org/10.1177/0149206313503013>
- 584 LATTIN, J., CARROLL, J. D., & GREEN, P. E. (2011). *Análise de dados multivariados* (Cengage Learning, Org.).
- 585 Malhotra, N. K., Lopes, E. L., & Veiga, R. T. (2014). Modelagem de Equações Estruturais com Lisrel: Uma Visão
586 Inicial. *Revista Brasileira de Marketing*, 13(2), 28–43. <https://doi.org/10.5585/remark.v13i2.2698>
- 587 Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais*
588 *aplicadas* (Atlas, Org.).
- 589 Melo, M. M. D. (2019). *Divulgação de Práticas de Compliance Anticorrupção e Fases da Vantagem*
590 *Competitiva Transitória: Um Estudo em Companhias Abertas Brasileiras. Tese de Doutorado.*
591 [Universidade Federal do Rio Grande do Norte].
592 <https://repositorio.ufrn.br/jspui/handle/123456789/27566>
- 593 Mendes, F. S., & Carvalho, V. M. (2017). *Compliance: concorrência e combate à corrupção* (Trevisan, Org.; 1º
594 ed).
- 595 MINGOTI, S. A. (2005). *Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem*
596 *aplicada* (Editora UFMG, Org.).
- 597 Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South
598 African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108–124. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.11.003>
- 599 Neves, E. C. (2018). *Compliance empresarial: o tom da liderança* (Trevisan, Org.).
- 600 Nobanee, H., Elsaied, F. A., Alhajjar, M., Abushairah, G., & Al Harbi, S. (2023). Reputational Risk: A
601 Bibliometric Review of Relevant Literature. *Emerging Science Journal*, 7(2), 654–675.
602 <https://doi.org/10.28991/ESJ-2023-07-02-025>
- 603 Ntim, C. G. (2013). An Integrated Corporate Governance Framework and Financial Performance in South
604 African-Listed Corporations. *South African Journal of Economics*, 81(3), 373–392.
605 <https://doi.org/10.1111/j.1813-6982.2011.01316.x>
- 606 Oliveira, D. P. R. (2015). *Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração*
607 *e diretoria executiva na geração de resultados*. (Atlas, Org.; 3º ed).
- 608 Outa, E. R., & Waweru, N. M. (2016). Corporate governance guidelines compliance and firm financial
609 performance. *Managerial Auditing Journal*, 31(8/9), 891–914. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2015-1291>
- 610
- 611 Palaniappan, G. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of
612 corporate governance in Indian manufacturing industry. *European Journal of Management and Business*
613 *Economics*, 26(1), 67–85. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-07-2017-005>
- 614 Pereira, A. L. C., Benedicto, G. C. de, Prado, J. W. do, Carvalho, E. G., & Carvalho, F. de M. (2021). Influência do
615 investimento em bens de capital no desempenho econômico-financeiro sob a moderação da
616 governança corporativa. *Brazilian Review of Finance*, 19(3), 110–143.
617 <https://doi.org/10.12660/rbfin.v19n3.2021.81548>

- 618 Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing
619 country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147–169.
620 <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>
- 621 Quon, T. K., Zeghal, D., & Maingot, M. (2012). Enterprise Risk Management and Firm Performance. *Procedia -
622 Social and Behavioral Sciences*, 62, 263–267. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.042>
- 623 Rahman, Md. M., Meah, M. R., & Chaudhory, N. U. (2019). The Impact of Audit Characteristics on Firm
624 Performance: An Empirical Study from an Emerging Economy. *The Journal of Asian Finance, Economics
625 and Business*, 6(1), 59–69. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no1.59>
- 626 RICHARDSON, R. J. (1999). *Pesquisa social: métodos e técnicas* (Atlas, Org.).
- 627 Ringle, C. M., Da Silva, D., & Bido, D. D. S. (2014). Modelagem de Equações Estruturais com Utilização do
628 Smartpls. *Revista Brasileira de Marketing*, 13(2), 56–73. <https://doi.org/10.5585/remark.v13i2.2717>
- 629 Scandelari, G. B. (2022). *Compliance e Prevenção Corporativa de Ilícitos: inovações e aprimoramentos para
630 programas de integridade*. (Almedina, Org.).
- 631 Schapiro, M. G., & Marinho, S. M. M. (2019). *Compliance Concorrencial: Cooperação Regulatória na Defesa
632 da Concorrência* (Almedina, Org.).
- 633 Seifert, B., Gonenc, H., & Wright, J. (2005). The international evidence on performance and equity ownership
634 by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management*, 15(2), 171–
635 191. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.08.003>
- 636 Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value:
637 evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4–20.
638 <https://doi.org/10.1108/20440831311287673>
- 639 Sousa, H. A. de, Passos, G. de A., Portulhak, H., & Azevedo, S. U. de. (2024). A evolução na divulgação de
640 práticas de compliance por companhias abertas brasileiras no período “Lava Jato”. *Cadernos EBAPE.BR*,
641 1, 0–41.
- 642 Subramanyam, M., & Shalini, B. (2019). Impact Of Corporate Governance Disclosure Practices On Financial
643 Performance Of Selected Sectors. *INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH*,
644 8(11), 2846–2862.
- 645 TABACHNICK, B., & FIDELL, L. (1996). *Using multivariate statistics*. (Harper Collins College Publishers, Org.; 3°
646 ed).
- 647 Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate
648 governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.
649 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- 650
- 651
- 652
- 653

654

655