

Influência das variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização na governança corporativa das companhias listadas na BM&FBovespa

Influence of economic and financial management and internationalization variables in the corporate governance of the companies listed on BM&FBovespa

RESUMO

Esta pesquisa objetivou investigar se as variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização são relevantes para explicar a existência de melhores práticas de Governança Corporativa (GC) das companhias listadas na BM&FBovespa. Dessa forma, foram analisadas 379 companhias listadas na Bolsa, a partir de dados semestrais disponibilizados para o biênio 2014-2015, cujo tratamento deu-se por meio de modelos de regressão logística. Como variável dependente dicotômica empregou-se a probabilidade de ocorrência das melhores práticas de GC e, como variáveis independentes, utilizaram-se indicadores de gestão econômico-financeira e a emissão de American Depositary Receipts (ADRs) como indicador de internacionalização das empresas. Evidenciou-se que as variáveis tamanho da empresa e emissão de ADRs apresentaram resultados positivos e significativos. Isso revela que as empresas maiores tendem a manter as boas práticas de governança, pois estão mais susceptíveis à ação dos investidores externos. No caso da emissão de ações no mercado acionário norte-americano, comprova-se a teoria de que empresas com expansão no volume de negociações de mercado tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos. Em contraponto, as variáveis desempenho, recebíveis e intangibilidade não se apresentaram significantes para justificar as melhores práticas de GC.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Internacionalização de empresas. Variáveis de Gestão Econômico-Financeira.

ABSTRACT

This research aims to investigate if the economic and financial management and internationalization variables are relevant to explain the existence of best practices of Corporate Governance (CG) on the companies listed on BM&FBovespa. Thus, 379 listed companies were analyzed, based on semiannual data available for the 2014-2015 biennium, whose treatment was based on logistic regression models. As a dichotomous dependent variable, we used the probability of occurrence of the best CG practices and as independent variables we used economic-financial management indicators and the issuance of American Depositary Receipts (ADRs) as an indicator of the companies' internationalization. The results show that the variables, company size and ADR issuance, presented positive and significant results. This reveals that the largest companies tend to maintain good governance practices, since they are more susceptible to the action of the external investors. In the case of the issuance of shares in the US stock market, the theory that companies with expansion in the volume of market negotiations tend to present better levels of governance, as a way to attract investment, is proven. In contrast, the variables performance, receivables and intangibility were not significant to justify the best practices of CG.

Keywords: Corporate governance. Internationalization of companies. Economic and financial management variables.

Francisco Felipe da Silva

Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte
Contato: Av. Salgado Filho, S/N, Campus Universitário Lagoa Nova, CEP 59076-000, Natal/RN. E-mail: ffelipes@outlook.com. Telefone: (84) 9.9963-7913.

Égon José Mateus Celestino

Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte
Contato: Av. Salgado Filho, S/N, Campus Universitário Lagoa Nova, CEP 59076-000, Natal/RN. E-mail: egonmateus@gmail.com. Telefone: (84) 9.9922-4592.

Clayton Levy Lima de Melo

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UNB/UFPB/UFRN. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.
Contato: Av. Salgado Filho, S/N, Campus Universitário Lagoa Nova, CEP 59076-000, Natal/RN.
E-mail: clayton_levy@hotmail.com. Telefone: (84) 9.8808-4403.

Anderson Luiz Rezende Mól

Doutor em Administração pela Universidade Federal de Lavras – UFLA. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Contato: Av. Salgado Filho, S/N, Campus Universitário Lagoa Nova, CEP 59076-000, Natal/RN.
E-mail: mol.ufrn@gmail.com. Telefone: (84) 9.9925-8108.

1 INTRODUÇÃO

No mercado de capitais, os casos de fraudes e escândalos corporativos envolvendo o uso de informações privilegiadas na negociação de ações, como ocorridos com a Enron, a WorldCom e a Tyco nos Estados Unidos, a AmBev e a Copel no Brasil, motivaram o debate quanto à eficiência dos modelos de Governança Corporativa (GC), especialmente no Brasil, um país emergente que, segundo Duarte e Young (2009), é um campo fértil para a prática da utilização de informação privilegiada, denominada na literatura internacional como *insider trading*.

Nesse cenário, as boas práticas de GC, a princípio, deveriam reduzir a assimetria da informação existente no mercado de capitais e evitar a prática ilícita do uso de informações privilegiadas que, de acordo com Martins (2012), pauta-se na oportunidade de auferir lucros instantâneos com base em informações privilegiadas ou ainda não divulgadas ao público em geral.

Seus principais atores são altos executivos e demais indivíduos diretamente ligados às decisões estratégicas das corporações. Sua ocorrência está vinculada à utilização de suas posições privilegiadas para a obtenção de informações que possam influenciar os preços e retornos futuros das ações das empresas, por meio de suas negociações no mercado de capitais (MARTINS, 2012).

Assim, é nesse contexto corporativo contemporâneo e competitivo que a mensuração do desempenho tem se constituído em um processo de gestão permanente e repetitivo, em que a frequência das medições varia de acordo com a atividade a ser medida (MACEDO; SOUZA; OLIVEIRA, 2004).

Nos últimos anos, houve um aumento nos estudos de medição empírica de desempenho com base em preocupações sobre o papel dos sistemas de medida de desempenho na melhoria da rentabilidade da empresa, em que a maioria das contribuições, em termos de estruturas contemporâneas desenvolvidas e de pesquisa empírica publicada, advém de países como os Estados Unidos, Reino Unido e países da Europa Ocidental (BUHOVAC; GROFF, 2012).

Dessa forma, considerando a ótica do conflito de agência existente entre gestores e investidores, e entre acionistas controladores e minoritários, em países com fraca proteção ao investidor, pressupõe-se que as variáveis de gestão econômico-financeira podem representar um fator explicativo das características de GC das companhias. A GC, de acordo com La Porta et al. (2000), é caracterizada como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos gestores controladores.

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2006), muitas discussões sobre a GC partem do pressuposto de que os mecanismos de governança influenciam no desempenho das companhias. Já existem estudos empíricos, por exemplo, que evidenciam a relação entre as melhores práticas de GC e melhor desempenho operacional (KLAPPER; LOVE, 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; SILVA; LEAL, 2005); maior valor de mercado (DURNEV; KIM, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; AMMANN, OESCH; SCHMID, 2011); e menor custo de capital (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2004).

No entanto, este artigo percorre um caminho inverso dos estudos anteriores, a partir da seguinte problemática: **as variáveis de gestão econômico-financeira e a emissão de ADRs são relevantes para explicar a existência de melhores práticas de governança corporativa das companhias listadas na BM&FBovespa?**

Dessa forma esta pesquisa tem como objetivo principal investigar se as variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização são relevantes para explicar a existência de melhores práticas de governança corporativa das companhias listadas na BM&FBovespa.

Pautando-se no estudo de Moizinho et al. (2014), pressupõe-se que variáveis que mensuram o desempenho econômico-financeiro e as práticas de internacionalização tendem a explicar a probabilidade de ocorrência do evento melhores práticas de GC nas companhias observadas, dado que maior transparência é esperada para proteção dos investidores, reduzindo-se comportamentos oportunistas e o processo de assimetria informacional.

De acordo com Dunning (1996) há quatro motivações econômicas básicas para as empresas se internacionalizarem: a busca por novos mercados; a busca por novas fontes de recursos; a ênfase na eficiência dos mercados globais; e a busca de ativos estratégicos. Entretanto, esse é um processo que envolve custos e riscos, como os custos de governança, os riscos políticos e econômicos e outros, o que justifica a importância da gestão econômico-financeira para as empresas.

Portanto, a relevância desta pesquisa encontra-se no destaque crescente, no âmbito acadêmico e corporativo, do tema GC sob a perspectiva da teoria da agência, principalmente com o aumento da participação ativa de investidores no mercado de capitais nacional e internacional nas últimas décadas. Além disso, ressalta-se a importância destas companhias para o desenvolvimento econômico do mercado de capitais brasileiro. Neste sentido, a GC tem um amplo papel de influenciar na formação e no desempenho de empresas de economias emergentes (ALLEN, 2005).

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Gestão Econômico-Financeira e Governança Corporativa

De acordo com o Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00), as demonstrações financeiras elaboradas dentro do que prescreve a Estrutura Conceitual objetivam fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões econômicas e avaliações por parte dos usuários em geral, sem o propósito de atender finalidade ou necessidade específica de determinados grupos de usuários (CPC, 2011).

Entretanto, de acordo com o CPC 00, a Estrutura Conceitual chama atenção para o posicionamento mais claro de que as informações contidas nas demonstrações financeiras se destinam primariamente aos usuários externos, sejam investidores, financiadores ou outros credores, sem hierarquia de prioridade, que tenham interesse na posição e evolução econômico-financeira de uma entidade.

Uma das técnicas para acompanhar o desempenho da gestão econômico-financeira de uma companhia, de acordo com Assaf Neto (2014), consiste na análise dos índices extraídos desses relatórios financeiros.

Conforme Fortes (2004), os índices financeiros são relações expressas em valores, entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que têm a finalidade de fornecer informações que não se evidenciam em um simples olhar dos números, mas por meio da análise econômico-financeira que pode expressar a situação real de uma companhia.

Não há consenso na literatura sobre a classificação desses índices. Para Gitman (2010) os índices financeiros são divididos em cinco categorias: índices liquidez, atividade e endividamento – que medem o risco; índices de rentabilidade – que medem o retorno da atividade; e índices de valor de mercado – capturam tanto o risco como o retorno.

Já Andrade, Silveira e Tavares (2005) classificam os índices financeiros em quatro subgrupos: liquidez, atividade, lucratividade – que fornecem informações das operações no curto prazo; e os índices de endividamento – que se relacionam com as perspectivas de longo prazo.

Entretanto, em que pesem as divergências sobre a classificação das informações geradas pela gestão econômico-financeira, importa mais a sua fidedignidade na representação dos fenômenos que se propõem representar, e a sua relevância para a tomada de decisão por seus usuários (CPC 00), pois a qualidade da informação, sua forma e tempestividade na apresentação são capazes de fazer diferença se não fluírem de forma equitativa entre gestores e investidores, mas nos moldes das regras de mercado evidenciadas por Akerlof (1970).

Uma das principais teorias das finanças corporativas que tratam da relação entre investidores e gestores é a Teoria da Agência. Em um estudo seminal com empresas norte-americanas e britânicas, Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem o relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”, o que deu origem à Teoria da Agência ou Teoria do Agente-Principal, ou ainda, Teoria da Firma.

Em princípio, o gestor recebe do acionista uma remuneração em troca dos seus serviços qualificados de gestão e o acionista espera que o gestor, seu agente, tome decisões que maximizem sua riqueza por meio da execução de projetos rentáveis (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Entretanto, de acordo com essa teoria, os agentes não tendem a agir no melhor interesse do principal de forma a maximizar seus benefícios. Eles agem e tomam decisões que maximizam apenas sua utilidade pessoal. Essa diferença entre a decisão considerada ótima e a decisão considerada subótima pode representar um custo para o acionista decorrente do problema de agência dos gestores.

A literatura está repleta de casos representativos desses custos de agência causados por conflitos de interesses, que podem envolver desde uma parcela pequena dos recursos corporativos até uma parcela significativa, e que podem inclusive comprometer o sucesso de longo prazo das companhias. Como exemplo, temos os estudos de Jensen e Meckling (1976); Dunning (1996); Klapper e Love (2004) e Martins e Paulo (2014).

Jensen e Meckling (1976) caracterizam os custos de agência como a soma dos custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais; perdas residuais decorrentes de diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Dessa forma, o conflito de agência, como um dos problemas originados na separação entre a propriedade e a gestão das organizações, tende a acentuar o problema do uso de informações privilegiadas como consequência da assimetria da informação, que quando impune favorece os investidores controladores a agirem para expropriar os ganhos dos acionistas minoritários com o uso de sua informação privilegiada para negociar ações no mercado de capitais, o que é visto como uma ineficiência de mercado (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

As implicações da assimetria de informação no mercado foram analisadas inicialmente por Akerlof (1970), que realizou seu estudo no mercado norte-americano de carros usados (*market for lemons*), onde identificou que a assimetria da informação é caracterizada pelo nível informacional de seus agentes. De acordo com o estudo, o vendedor já vai ao mercado munido de todas as informações sobre o ativo, enquanto o comprador não detém todas as informações necessárias, gerando um desequilíbrio informacional.

Os estudos internacionais conduzidos por Agarwal e O'Hara (2007), Berger et al. (2005); Bharath, Pasquariello e Wu (2009) e Halov (2006) apresentaram evidências significantes de que a assimetria de informação tem gerado diversos impactos na estrutura de capital das empresas, entre os quais destacam-se reflexos nos índices de alavancagem de mercado, na escolha das opções de financiamento, nos custos e prazos de obtenção de capital.

No Brasil, a prática do uso de informação privilegiada é qualificada como crime contra o mercado de capitais pela Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976). Entretanto, Barbedo, Silva e Leal (2009) mediram a probabilidade de ocorrência de transações baseadas em informações privilegiadas (PIN) das ações listadas na BM&FBovespa, utilizando o modelo EHO de Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), e confirmaram que os níveis mais altos de GC apresentam menor PIN, revelando assim a existência de tal prática no mercado de capitais brasileiro.

Mais recentemente, Martins e Paulo (2014) investigaram as relações existentes entre a assimetria de informação na negociação de ações, as características econômico-financeiras e a GC das empresas abertas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2010 e 2011. Os resultados do estudo evidenciam que o risco, retorno e liquidez das ações, bem como o custo de capital próprio e o tamanho da firma, estão positivamente relacionados com assimetria da informação, enquanto o retorno anormal acumulado está negativamente relacionado à assimetria.

Para os autores, um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos, principalmente se ele for emergente, como é o caso do mercado brasileiro, pois abre espaço para negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas com objetivo de auferir lucro ou vantagem no mercado (*insider trading*).

Apesar de limitações no modelo de EHO relatadas por alguns autores, Lee e Radhakrishna (2000) afirmam que a PIN tem precisão em torno de 93% no mercado norte-americano. No Brasil, Silva (2009) identificou aproximadamente 72%.

Neste cenário, a minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre os tomadores de decisão e investidores depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas (SILVEIRA, 2004).

A esse conjunto de mecanismos de incentivos e controles formais dá-se o nome de Governança Corporativa, cuja origem como teoria remete aos conflitos inerentes à propriedade dispersa de grandes empresas e da dificuldade de garantir o alinhamento entre os interesses das empresas e os rumos da gestão (MORCK, 2005), sobretudo a partir dos escândalos corporativos ocorridos no século XX.

Em uma definição mais formal do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 20), a GC é “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Seus mecanismos internos contemplam o papel dos conselhos, as políticas de remuneração e a estrutura de propriedade, e os mecanismos externos contemplam o mercado de capitais e o sistema legal e regulatório (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2003; MACHADO FILHO, 2006).

As boas práticas de governança corporativa, alicerçadas nos mecanismos de proteção aos direitos e interesses dos investidores, são regidas por princípios e práticas recomendadas. No contexto internacional, existe o *Cadbury Report* (Cadbury, 1992), publicado na Inglaterra, que é considerado o primeiro código de boas práticas de GC. Além disso, há as diretrizes e princípios internacionais definidos pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2015) denominados de *G20/OECD Principles of Corporate Governance*.

No contexto brasileiro, as melhores práticas de GC são recomendadas pelo IBGC (2015) e norteadas por quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

Além disso, há as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002) e os segmentos diferenciados de listagem destinados à negociação de empresas que se comprometem voluntariamente a adotar as boas práticas de GC, desenvolvidos pela BM&FBovespa como instrumento de regulação e incentivo ao mercado de capitais nacional.

Os segmentos diferenciados de governança corporativa se distinguem do Mercado Tradicional e do Bovespa mais pelo fato de que naqueles são negociadas as ações das empresas que apresentam boas práticas de GC. Os segmentos diferenciados, portanto, refletem a quantidade de exigências e o grau de transparência exigidos pela BM&FBovespa das empresas, e contemplam três níveis de listagem em escala ascendente de sofisticação das práticas de GC: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM). Dessa forma, as empresas listadas no NM possuem os melhores e mais rigorosos mecanismos de GC, quando comparadas às empresas do N1 e N2 (LIMA et al., 2015).

Para testar a efetividade dos mecanismos de GC, Oliveira, Paulo e Martins (2013) analisaram a influência das práticas de GC no nível de assimetria informacional nos dados das negociações de 166 ações das companhias abertas brasileiras negociadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2012.

No estudo, os autores concluíram que, entre as 16 práticas de GC identificadas, cinco apresentaram relações significantes com a assimetria informacional, sendo que duas tiveram sua efetividade na redução da assimetria confirmada (referentes à dissolução de oferta pública de aquisição de ações obrigatórias e à formação do conselho de administração) e três apresentaram relações inversas (referentes ao quórum qualificado, ao código de conduta e ao calendário de eventos corporativos).

Portanto, fica evidente, pelo estudo de Oliveira, Paulo e Martins (2013), que nem todas as práticas de GC são efetivas para reduzir o nível de assimetria informacional, o que revela uma necessidade de reavaliação das estratégias para a solução do uso de informações privadas no mercado de capitais brasileiro.

Sob outra perspectiva, da relação entre variáveis econômico-financeiras e GC, um estudo foi conduzido por Silveira e Barros (2008) para investigar os determinantes da qualidade da GC de 161 empresas brasileiras. A pesquisa revela que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor nível de governança. Por outro lado, quanto maior o poder do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa.

2.2 Governança Corporativa e Internacionalização de Empresas

No contexto dos mercados globais, as empresas têm buscado alcançar benefícios por meio da internacionalização

das suas atividades, o que pode impactar significativamente suas estruturas, como a GC, em virtude das exigências competitivas do mercado internacional.

Dunning (1996) apresenta que a ênfase na eficiência dos mercados internacionais, a busca por novos mercados, por novas fontes de recursos e por ativos estratégicos são as principais motivações econômicas para a internacionalização das empresas. Entretanto, este é um processo que envolve riscos e custos, tais como: custos de gestão e de governança, riscos por ser uma empresa estrangeira e outros riscos políticos e econômicos.

Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), em sua pesquisa, destacam ainda o risco associado ao conflito de interesses e o risco da assimetria informacional como os dois principais tipos de riscos decorrentes da internacionalização e que tendem a elevar os custos de transação das empresas.

Dessa forma, a necessidade de captação de recursos em outros mercados contribui para o desenvolvimento de mecanismos de GC, pois as empresas com melhores práticas de GC tendem a agregar mais valor às suas ações, na medida em que fornecem aos seus investidores mecanismos que lhes assegurem proteção dos investimentos (NAKAYASU, 2006; ANDRADE; ROSSETTI, 2004; RAPPAPORT, 1998).

Essa relação entre a GC e a internacionalização já foi evidenciada em diversos estudos nacionais, como os realizados por Santos, Vasconcelos e De Luca (2015), Moizinho et al. (2014), Santos, Almeida e Bezerra (2013), Souza, Murcia e Marcon (2011), Silveira e Barros (2008), Procianoy e Verdi (2009), bem como em pesquisas internacionais por Singh e Gaur (2013), Xiao et al. (2013), Sherman, Kashlak e Joshi (1998) e Wang, Hsu e Fang (2008).

De acordo com Burgman (1996), nas empresas internacionalizadas, os custos de transação decorrentes do conflito de interesses são maiores do que aqueles observados em empresas que atuam somente no mercado interno.

Embora Silveira e Barros (2008) tenham encontrado uma relação positiva entre emissão de ADRs e GC, Moizinho et al. (2014) evidenciaram que a comercialização de *American Depositary Receipt* (ADRs) tem relação negativa com a qualidade da GC, pondo em questionamento a utilização de ADRs como mecanismo para compensar uma possível ineficiência de gestão.

Entretanto, Leal e Saito (2003) defendem que a emissão de ADRs reduz o custo do capital próprio, uma vez que maior transparência é exigida pelas instituições reguladoras nos Estados Unidos da América (EUA), que aliada ao sistema judiciário mais eficiente do país sinaliza menores riscos aos investidores. Esse fato foi comprovado nas empresas brasileiras por Lopes e Walker (2008), que constataram que melhores práticas de GC aliadas à emissão de ADRs relacionam-se negativamente com o gerenciamento de resultados.

Dessa forma, ao participar do mercado internacional de capitais, a empresa eleva seus níveis de GC, com vistas à redução dos custos de transação e à atração de mais investimento externo. Assim sendo, o objetivo da GC abarca a diminuição dos custos e os riscos relativos ao conflito de interesses, a assimetria informacional e a percepção de incerteza do investidor acerca do ambiente internacional (SANTOS; VASCONCELOS; DE LUCA, 2015).

Corroborando o exposto, o estudo de Amaral et al. (2007) defende que os indicadores de qualidade de GC das empresas brasileiras de capital aberto classificadas entre as maiores exportadoras e/ou com presença nos mercados de valores internacionais são superiores aos das demais empresas. Os autores concluíram que a inserção no cenário internacional pode ser uma das formas de melhorar a qualidade da governança.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Para consecução do objetivo principal de investigar se as variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização são relevantes para explicar a existência de melhores práticas de GC das companhias listadas na BM&FBovespa, este estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva quanto ao objetivo, documental em relação aos procedimentos, e como pesquisa quantitativa quanto à abordagem do problema.

Em decorrência dos objetivos propostos, recorreu-se aos modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, com variável dependente binária ou dicotômica. Esses modelos, de acordo com Wooldridge (2016) e Gujarati e Porter (2011), são chamados de Modelos Logit, que decorrem da probabilidade da resposta ser linear nos parâmetros. Esses modelos medem o logaritmo da razão de chances que estejam linearmente relacionadas aos X_j , sendo a variável dependente distribuída pela probabilidade de Bernoulli.

Segundo Wooldridge (2016), a estimação dos modelos de regressão logística deve ser feita por meio do método de máxima verossimilhança. Com isso, tem-se que será possível estimar os efeitos das variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização que possam ser explicativas para o evento qualitativo 'melhores práticas de GC' acontecer nas companhias listadas.

Para tanto, nesta pesquisa utilizam-se dados que compreendem o período do 1º semestre de 2014 ao 2º semestre de 2015, correspondente a 379 companhias que possuem ações ordinárias negociadas na BM&FBovespa, totalizando 1393 observações. Essa técnica permite estimar a probabilidade de ocorrência do evento 'melhores práticas de governança corporativa' e identificar as variáveis independentes que contribuem para sua predição.

A escolha das empresas listadas nos segmentos N1, N2 e NM para compor a amostra desta pesquisa justifica-se pelo fato de que são essas as empresas que adotam as práticas de GC em níveis diferenciados, o que constitui uma variável de interesse deste estudo. Enquanto as empresas listadas nos segmentos Bovespa Mais e Mercado Tradicional não integram a carteira do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e, conseqüentemente, não

possuem práticas de governança mais sofisticadas.

Os dados secundários foram coletados na base de dados Economatica® e Bloomberg® para os dias de encerramento dos semestres no último biênio 2014-2015, sendo as duas bases utilizadas em decorrência das necessidades e acessibilidade de informações. Foi realizada uma análise semestral em virtude da melhor adequação para mensuração da probabilidade de ocorrência do evento melhores práticas de GC ao longo dos períodos analisados, diminuindo, assim, o espaçamento dos dados.

As variáveis de interesse da pesquisa referem-se à qualidade da GC frente ao desempenho corporativo e de gestão econômico-financeira das companhias, bem como a emissão de ADRs como variável de internacionalização das empresas. Dessa forma, como *proxy* para qualidade nas práticas de governança adotadas pelas empresas foi utilizada a variável *Dummy*, que assume valor '1', se a companhia participou do Novo Mercado, ou '0', se participou dos demais níveis de GC (N1 e N2) da BMF&Bovespa no período analisado.

A escolha das variáveis independentes empregadas no artigo foi fundamentada pelos trabalhos identificados no quadro abaixo:

Quadro 1 – Resumo das Variáveis Explicativas do Modelo

| Variáveis de Gestão Econômico- Financeira | Código da Variável | Justificativa |
|---|--------------------|--|
| Tamanho da Empresa | Lnatvtot | O sentido da relação entre qualidade da GC e tamanho da empresa não é claro de antemão. Por um lado, empresas maiores podem ter mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de GC para mitigar esse problema. Além disso, possuem mais recursos para implementar boas práticas de GC. Por outro lado, as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de GC (KLAPPER; LOVE, 2004). |
| Capital Próprio | Ptlqco | Lopes (2009) apresentou evidências de que as firmas brasileiras com mecanismos mais rígidos de GC aumentaram a relevância do patrimônio líquido, enquanto reduziram a do lucro. |
| Desempenho | Lucroliq | Quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a GC esperada em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos). Ademais, as variáveis de desempenho servem para avaliar a possível ocorrência de uma situação de causalidade reversa com a GC. (SILVEIRA, 2004) |
| Recebíveis | Ctarec | Conforme IBGC (2014), seguindo a política de mecanismos e órgãos de controle na gestão empresarial, a adoção de práticas de gestão de contas a receber implica melhores práticas de GC. |
| Tangibilidade | Imobil | As empresas com maior ativo imobilizado tendem a possuir uma maior tangibilidade de seus investimentos. A variável tangibilidade pode se relacionar positiva ou negativamente com o evento GC. (PEREIRA; SHENG, 2013) |
| Intangibilidade | Intliq | Empresas com alta proporção de ativos intangíveis teriam maior incentivo para adoção de melhores práticas de governança do que empresas com alta proporção de ativos fixos, já que teriam maior necessidade de sinalizar aos investidores que não pretendem fazer mau uso dos seus ativos no futuro. (SILVEIRA, 2004) |
| Variável de Internacionalização | Código da Variável | Justificativa |
| Emissão de ADRs | Dummyadr | As empresas que emitem ADRs têm de se enquadrar a padrões mais rígidos de GC, devendo apresentar, em média, melhor qualidade da GC do que as outras do seu país de origem. (SILVEIRA, 2004) |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para elaboração da modelagem econométrica, utilizou-se o pacote estatístico StataSE® 12.0, e dessa forma obteve-se o modelo que melhor se ajusta a esta pesquisa:

$$\text{LogGov } \pi = \beta_0 + \beta_1 \text{dummyAdr} + \beta_2 \text{lnatvtot} + \beta_3 \text{ptlqco} + \beta_4 \text{LL} + \beta_5 \text{cont.rec} + \beta_6 \text{imob} + \beta_7 \text{intliq} + \varepsilon \quad (1)$$

em que: β_0 é o intercepto e pode ser interpretado como o efeito específico médio do conjunto das organizações; β_1 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Negociação de ações no mercado acionário norte-americano (proxy dummy ADR); β_2 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Tamanho da Empresa' (proxy log Ativo Total); β_3 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Capital Próprio' (proxy Patrimônio Líquido Total); β_4 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Desempenho' (proxy Lucro Líquido); β_5 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Recebíveis a Curto Prazo' (proxy Contas a Receber); β_6 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Tangibilidade' (proxy Ativo Imobilizado); β_7 é o coeficiente da regressão correspondente à variável 'Intangibilidade' (proxy Ativo Intangível) e ϵ é o resíduo da regressão.

Consubstanciado no estudo na literatura, obtêm-se as seguintes hipóteses desta pesquisa:

H₁: No mercado acionário brasileiro, as empresas de maior tamanho possuem melhores práticas de governança corporativa;

H₂: As empresas listadas na BM&FBovespa que negociam ações no mercado acionário norte-americano possuem melhores práticas de governança corporativa.

4 RESULTADOS

Utilizando-se do pacote Stata 12.0 SE®, obteve-se a modelagem da regressão logística (logit), por intermédio de sete interações entre as variáveis conforme Tabela 1. Neste caso, utilizou-se de estimativa de probabilidade logística para calcular os coeficientes e razões de chances da ocorrência do evento GC nas companhias observadas.

Tabela 1– Interações da Regressão Logit

| | |
|-------------|--------------------------------|
| Interação 0 | Log probabilidade = -910.51031 |
| Interação 1 | Log probabilidade = -760.57692 |
| Interação 2 | Log probabilidade= -738.39242 |
| Interação 3 | Log probabilidade= -716.52956 |
| Interação 4 | Log probabilidade= -710.10566 |
| Interação 5 | Log probabilidade= -709.96432 |
| Interação 6 | Log probabilidade= -709.96391 |
| Interação 7 | Log probabilidade= -709.96391 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Ao todo, o modelo analisou um total de 1393 observações semestrais para o período 2014-2015. O LR Qui Quadrado, conforme demonstrado na Tabela 2, indica que as variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização estudadas são conjuntamente significativas em 401,09% para explicar as chances de ocorrência do evento melhores práticas de GC.

Tabela 2 – Resultados de Regressão Logit

| | |
|-----------------------|--------|
| Número de Observações | 1393 |
| LR Chi2 (7) | 401.09 |
| Prob > Chi2 | 0.0000 |
| Pseudo R2 | 0.2203 |

Fonte: Dados da Pesquisa

O valor da estatística para o Qui Quadrado revela que se pode rejeitar a 1% a hipótese de que todos os coeficientes sejam iguais a zero. Ainda, tendo o Pseudo R2 igual a 0.2203, isso significa dizer que a variação do evento melhores práticas de governança corporativa é explicada em 22,03% pelas variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização estudada.

Por conseguinte, se os estudos anteriores já mencionados evidenciam que a adoção de melhores práticas de GC implica melhores indicadores econômico-financeiros e de internacionalização, infere-se que o inverso também pode ocorrer.

Dessa forma, apresenta-se o Modelo Econométrico que melhor representa a probabilidade de ocorrência do evento 'melhores práticas de governança corporativa' nas companhias analisadas:

$$\text{Log } \pi (\text{gov.}) = -9.2 + 1.2\text{dummyAdr} + 0.61\text{lnatvtot} - 0.000000101\text{ptlqco} + 0.000000101\text{lucroliq} + 0.0000000616\text{ctarec} - 0.000000122\text{imobi} - 0.000000000522\text{intliq} + \varepsilon \quad (2)$$

em que, β_0 = Constante; β_1 = DummyADR; β_2 = lnatvtot; β_3 = Ptlqco; β_4 = Lucroliq; β_5 = Ctarec; β_6 = Imobi; β_7 = Intliq; ε = residuo da regressão.

O modelo expresso acima demonstra os parâmetros (coeficientes angulares) estimados, permitindo interpretar que, para cada aumento ou diminuição nas unidades das variáveis explicativas, o logaritmo ponderado apresenta as chances de a companhia ter melhores práticas de GC. Entretanto, a fim de melhorar a interpretação do modelo foi utilizado o antilogaritmo do logit estimado, e então obteve-se $\pi/(1-\pi)$, a razão de chances (*odds ratio*), conforme Tabela 3.

Tabela 3 – *Odds Ratio*, Coeficientes da Regressão e teste de significância das variáveis

| gov. | Odds Ratio | Coefficiente | P > Z |
|----------|------------|--------------|--------|
| Dummyadr | 3.514037 | 1.256766 | 0.000 |
| Lnatvtot | 1.850404 | 0.6154039 | 0.000 |
| Ptlqco | 0.9999999 | -1.01e-07 | 0.000 |
| Lucroliq | 1 | 1.01e-07 | 0.233 |
| Ctarec | 1 | 6.16e-08 | 0.453 |
| Imobi | 0.9999999 | -1.22e-07 | 0.000 |
| Intliq | 1 | -5.22e-10 | 0.982 |
| _const | 0.0000947 | -9.265168 | 0.000 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Dessa forma, as variáveis explicativas Emissão de ADR (Dummyadr), Tamanho da Empresa (Lnatvtot), Capital Próprio (Ptlqco) e Tangibilidade (Imobi) são significativas para o modelo a 1%, isto é, são relevantes para explicar as melhores práticas de GC.

Por outro lado, as variáveis Desempenho (LucLiq), Recebíveis (Ctarec) e Intangibilidade (Intliq) não foram significativas, mas permaneceram no modelo, pois mesmo não sendo significativas contribuem para manutenção do poder preditivo do modelo quando analisadas em conjunto com as demais variáveis que se apresentaram significativas, assim como pelas razões de chances (*odds ratio*) serem contributivas para o modelo.

Quanto ao sinal, as variáveis possuem relação positiva, exceto Capital Próprio (Ptlqco), Tangibilidade (imobi) e Intangibilidade (intliq) que possuem relação negativa com melhores práticas de GC.

As variáveis Tamanho da Empresa e Emissão de ADR apresentaram resultados positivos e significativos, corroborando a maioria dos estudos anteriores que utilizaram estas variáveis e fortalecendo o argumento de que empresas maiores tendem a manter as boas práticas de governança, pois estão mais susceptíveis à ação dos investidores externos e, no caso do crescimento de emissão de ações no mercado acionário norte-americano, comprovam a teoria de que empresas com expansão no volume de negociações de mercado tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos (PEREIRA; SHENG, 2013; PEIXOTO, 2012; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; KLAPPER; LOVE, 2004).

No entanto, no que se refere à influência da emissão de ADRs sobre as melhores práticas de GC, este estudo se contrapõe aos achados de Moizinho et al. (2014) que evidenciaram uma relação negativa entre comercialização de ADRs e a qualidade da GC. Portanto, essa contradição revela que há fatores relacionados com a internacionalização ainda não evidenciados que podem influenciar esta relação.

Os resultados desta pesquisa destacam que, quando a empresa emitir ações no mercado norte-americano (ADRs), as chances de possuir melhores práticas de GC é de 3,51 vezes maior, assim como empresas com maior tamanho possuem 1,85 vezes maior probabilidade de possuírem melhor GC, conforme verificado pelo *odds ratio* maior que 1.

Por sua vez, as variáveis Desempenho, Recebíveis e Intangibilidade apresentaram *odds ratio* igual a 1, e portanto não contribuem para ocorrência do evento, isto é são indiferentes para explicar a governança corporativa. Esse resultado contraria os achados de Silveira (2004) de que quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a GC esperada em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos).

Além disso, as variáveis Capital Próprio e Tangibilidade, cujos *odds ratio* apresentaram-se menores que 1, reduzem

a probabilidade de ocorrência da governança corporativa nas companhias listadas.

Assim, conforme Tabela 4, a probabilidade média de o evento acontecer para o modelo econométrico proposto é de 20,2%.

Tabela 4 – Efeito Marginal

$$y = \text{Pr}(\text{dummygov}) (\text{predict})$$

$$y = 0.20215802$$

| Variáveis | dy/dx | Std. Err. | Z | P > z | [95% C.I.] | X | |
|-----------|-----------|-----------|-------|--------|------------|-----------|----------|
| dummyadr | 0.2414665 | 0.03762 | 6.42 | 0.000 | 0.167742 | 0.315191 | 0.223259 |
| lnatvtot | 0.0992586 | 0.00673 | 14.75 | 0.000 | 0.086067 | 0.11245 | 13.7208 |
| ptlqco | -1.64e-08 | 0.00000 | -4.5 | 0.000 | -2.30e-08 | -9.20e-09 | 4.00e+06 |
| lucroliq | 1.71e-08 | 0.00000 | 1.2 | 0.229 | -1.10e-08 | 4.50e-08 | 63787.8 |
| ctarec | 9.94e-09 | 0.00000 | 0.75 | 0.453 | -1.60e-08 | 3.60e-08 | 700938 |
| imobil | -1.97e-08 | 0.00000 | -5.58 | 0.000 | -2.70e-08 | -1.30e-08 | 3.90e+06 |
| Intliq | -8.41e-11 | 0.00000 | -0.02 | 0.982 | -7.60e-09 | 7.40e-09 | 1.50e+06 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme a tabela acima, a análise é considerada a partir do ponto médio; a probabilidade de uma companhia, pelas características do modelo, ter melhores práticas de GC é de aproximadamente 20,2%, ou seja, esta é a probabilidade de uma companhia ter melhores práticas de GC como aquelas exigidas para as empresas listadas no segmento Novo Mercado.

Ademais, analisando as variáveis separadamente, o ato de emitir ADR aumenta em aproximadamente 24,14% a probabilidade de a companhia possuir melhores práticas de GC no Brasil. Em relação ao tamanho da empresa, companhias maiores tendem a aumentar em 9,9% a probabilidade de possuir melhores práticas de GC. Sendo as variáveis significativas a 1% no modelo estimado com parâmetros relevantes de estimação.

Portanto, esses resultados corroboram os estudos de Leal e Saito (2003), Lopes e Walker (2008) e Amaral et al. (2007), entretanto, divergem das evidências de Moizinho et al. (2014), cujos resultados já foram sintetizados.

Para verificar se o modelo representa a realidade e testar sua qualidade e confiabilidade em termos de inferências, foi realizado o teste de Hosmer e Lemeshow. Portanto, como Qui Quadrado foi maior que 0,05, o modelo é próximo do real para determinar as variáveis que representam melhores práticas de GC, conforme evidenciado na Tabela 5.

Tabela 5 – Teste de Ajustamento do Modelo Logístico para determinantes da Governança Corporativa

| Número de Observações | 1393 |
|--|-----------|
| Número de Padrões de Variáveis Independentes | 401.09 |
| Pearson chi2 (1385) | 1218.5400 |
| Prob > chi2 | 0.9995 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Pela Tabela 6, verifica-se que, do total, foi identificada a ocorrência do evento GC em 502 observações, sendo maioria delas (891) não possuidora do evento governança.

O modelo estimado, de acordo com a Sensibilidade da Matriz de Confusão (Tabela 6), possui a capacidade de prever em 45,42% o evento 'melhores práticas de GC' sendo ele evento. Assim como, de acordo com a Especificidade do modelo, o valor preditivo de determinar o não evento governança, sendo ele não evento, é de 82,83%. Desta forma, verificamos que o modelo melhor prediz o não evento melhores práticas de governança na gestão corporativa das companhias brasileiras. No geral o modelo tem uma classificação correta de 69,35%.

Tabela 6 – Estatística das Classes

| Classificação | D | ~D | Total |
|---------------|------------|------------|-------------|
| + | 228 | 153 | 381 |
| - | 274 | 738 | 1012 |
| Total | 502 | 891 | 1393 |

Classificação Positiva prevista Pr (D) >= 0.5

Dummy Governança Definido como Verdadeiro! = 0

| | | |
|---------------------------------|-------------|---------------|
| Sensibilidade | Pr (+ D) | 45.42% |
| Especificidade | Pr (- ~D) | 82.83% |
| Estimativa da Previsão Positiva | Pr (D +) | 59.84% |
| Estimativa da Previsão Negativa | Pr (~D -) | 72.92% |
| Falso + taxa de alinhamento ~D | Pr(+ ~D) | 17.17% |
| Falso - taxa de alinhamento D | Pr (- D) | 54.58% |
| Falso + taxa de classificação + | Pr(~D +) | 40.16% |
| Falso - taxa de classificação - | Pr (D -) | 27.08% |
| Classificação Correta | | 69.35% |

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme Tabela 7, o ajustamento do modelo, o valor de Count R2 acima de 0.693 informa a probabilidade de classificação correta do modelo. Nesse caso, reitera-se que o modelo classifica corretamente 69,3% das observações. Outra medida de ajustamento é o coeficiente de McFadden's R2 que aponta que o modelo explica 22% da variabilidade total na variável dependente.

Tabela 7 – Medidas de Ajuste para logística de Dummygov

| | | | |
|---------------------------|--------------|-------------------------|----------|
| Log-Lik Intercepção Única | -910.51 | Log-Lik Modelo Completo | -709.964 |
| D (102): | 1419.928 | LR (4) | 401.093 |
| | | Prob > LR | 0.000 |
| R2 de McFadden | 0.22 | R2 de MCFadden Adj | 0.211 |
| Probabilidade Máxima R2 | 0.25 | R2 de Cragg e Uhler | 0.25 |
| R2 de McKelvey e Zavoina | 0.914 | R2 de Efron | 0.239 |
| Variação de y*: | 38.161 | Variação do Erro | 3.29 |
| Count R2 | 0.693 | Adj Count R2 | 0.149 |
| AIC | 1.031 | AIC*n | 1435.928 |
| BIC | -8606.385 | BIC' | -350.418 |

Fonte: Dados da Pesquisa

O modelo está acertando mais o não evento do que o evento. Por isso o R2 Mcfadden (Pseudo R2) é baixo, pois ele aponta para a capacidade de acertar o evento acontecer (sensibilidade). O R2 COUNT aponta para a sensibilidade e a especificidade. Em termos de capacidade de sensibilidade, o modelo está acertando menos para o evento acontecer do que para o não evento.

Quanto à multicolinearidade, o modelo apresenta uma baixa multicolinearidade de 1,59, considerada aceitável para manter uma excelente modelagem.

O outro método utilizado para validar o modelo logit estimado foi a curva ROC (*Receiver Operating Characteristic*), que relaciona a sensibilidade *versus* a especificidade do modelo estimado. A curva roc gráfica apresentou melhor ponto de estimativa de acerto de 0,7922 (79,22%) das classificações, o que representa uma boa capacidade preditiva do modelo.

Dessa forma, confirmam-se as hipóteses nulas deste estudo, que previam: H₁: No mercado acionário brasileiro as empresas de maior tamanho possuem melhores práticas de governança corporativa; e H₂: As empresas listadas na BM&FBovespa que negociam ações no mercado acionário norte-americano possuem melhores práticas de governança corporativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como principal objetivo analisar se as variáveis de gestão econômico-financeira e a emissão de ADRs são relevantes para explicar a existência de melhores práticas de Governança Corporativa das companhias listadas na BM&FBovespa. Para tanto, foram analisados os dados semestrais do biênio 2014-2015 de 379 companhias listadas na BM&FBovespa, totalizando 1393 observações semestrais.

Portanto, os objetivos desta pesquisa foram alcançados, na medida em que, com o uso do modelo de regressão logística, foi possível observar que as variáveis Tamanho da Empresa e Emissão de ADR apresentaram resultados positivos e significativos, corroborando as pesquisas de Leal e Saito (2003), Lopes e Walker (2008) e Amaral et al. (2007) e os argumentos de Pereira e Sheng (2013), Peixoto (2012), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Klapper e Love (2004), que mostram que as empresas maiores tendem a manter as boas práticas de governança.

Afinal, estão mais susceptíveis à ação dos investidores externos e, em se tratando de emissão de ações no mercado acionário norte-americano, comprova-se a teoria de que empresas com expansão no volume de negociações de mercado tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos. Isto porque a maior proteção exigida pelos investidores e a pressão pela transparência nas informações tende a se refletir na qualidade das práticas de GC.

Ao lado disso os montantes de Capital Próprio e Tangibilidade dos Ativos também se apresentaram significativos para explicar a governança corporativa, sobretudo porque quanto maiores esses montantes maiores as chances de atrair os olhares dos investidores. Enquanto isso, as variáveis Desempenho, Recebíveis e Intangibilidade mostraram-se não significativas para o modelo estimado. Embora fosse esperado que, seguindo a política de mecanismos e órgãos de controle na gestão empresarial, a adoção de práticas de gestão de contas a receber implicasse melhores práticas de GC, conforme evidenciado pelo IBGC (2014).

Portanto, este trabalho, por fazer a análise inversa, isto é, avaliar o efeito das variáveis econômico-financeiras sobre a GC, quando o comum é analisar os efeitos destas sobre aquela, apresenta-se diferenciado em relação aos demais estudos.

Dessa forma, seus resultados são relevantes e contribuem para que os participantes do mercado possam compreender a influência que variáveis de gestão econômico-financeira exercem sobre as melhores práticas de GC, bem como contribui com o argumento de que não é suficiente ter melhores resultados financeiros, mas torna-se necessário reforçar as políticas de transparência para dar segurança aos investidores de que a companhia está sendo bem administrada, e como forma de fazer-lhes seguros de que a empresa continuará a dar bons resultados.

Como limitações deste estudo, ressalta-se que nem todas as variáveis de gestão econômico-financeira e de internacionalização das companhias foram testadas nesta pesquisa. Além disso, foram analisados os dados semestrais de apenas um biênio, dessa forma a estabilidade dos parâmetros do modelo estimado deve ser verificada para um período mais abrangente com o intuito de avaliar se permanecem os mesmos ou ainda se outras variáveis passam a ser relevantes para análise do evento melhores práticas de GC nas companhias brasileiras.

Como sugestão de pesquisas futuras, destaca-se a importância de expandir essa abordagem, a partir da inserção de novas variáveis econômico-financeiras e de internacionalização, bem como da análise dos indicadores nas práticas de GC.

REFERÊNCIAS

- AGARWAL, P.; O'HARA, M. Information risk and capital structure. *SSRN Working Paper*, mar. 2007. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=939663>>. Acesso em: 13 ago. 2016.
- AKERLOF, G. A. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALLEN, F. Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 2, p. 164-177, 2005.
- AMARAL, H. F.; MOREIRA, B. C. M.; GRUBERGER, D. J.; IQUIAPAZA, R. Qualidade da governança corporativa das empresas na BOVESPA e internacionalização: Evolução 2002 - 2005. In: CONGRESSO DO INSTITUTO FRANCO-BRASILEIRO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS, 4. 2007, Porto Alegre. *Anais...* Porto Alegre: IFBAE, 2007.
- AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate governance and firm value: international evidence. *Journal of Empirical Finance*, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, H. S.; SILVEIRA, S. F. R.; TAVARES, B. Os índices financeiros como uma ferramenta de benchmarking empresarial: uma aplicação da análise envoltória de dados (DEA). In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29. 2005, Brasília. *Anais...* Brasília: ANPAD, 2005.
- ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. A. Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, v. 1, parte a, p. 1-109, 2003.

- BERGER, A. N.; ESPINOSA-VEGA, M. A.; FRAME, W. S.; MILLER, N. H. Debt maturity, risk, and asymmetric information. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 6, p. 2895-2923, 2005.
- BHARATH, S. T.; PASQUARIELLO, P.; WU, G. Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 8, p. 3211-3243, 2009.
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, v. 76, n. 3, p. 455-475, 2003.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 22, n. 2, p. 363-413, 2006.
- BRASIL. Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 13 ago. 2016.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. *Social Science Research Network, Working Paper Series*, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em: 12 ago. 2016.
- BUHOVAC, A. R.; GROFF, M. Z. Contemporary performance measurement systems in Central and Eastern Europe: a synthesis of the empirical literature. *Journal for East European Management Studies*, v. 17, n.1, p. 68-103, 2012.
- BURGMAN, T. A. An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business Studies*, v. 27, n. 3, p. 553-570, 1996.
- CADBURY, A. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: GEE, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2016.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 12 ago. 2016.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento conceitual básico (R1)*. Estrutura Conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 9 jul. 2017.
- DUARTE, J.; YOUNG, L. Why is PIN priced? *Journal of Financial Economics*, v. 91, n. 2, p. 119-138, 2009.
- DUNNING, J. H. The geographical sources of the competitiveness of firm: some results of a new survey. *Transnational corporations*, v. 5, n. 3, p. 1-29, 1996.
- DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.
- EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? *The Journal of Finance*, v. 57, n. 5, p. 2185-2221, 2002.
- FORTES, V. O. *A viabilidade da implementação de uma trading company na região noroeste do estado do Rio Grande do Sul*. 2004. 183f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento, Gestão e Cidadania) – Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul, Ijuí-RS, 2004.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 12. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HALOV, N. Dynamics of asymmetric information and capital structure. *SSRN Working Paper*, nov. 2006. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 13 ago. 2016.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Empresas de Capital Fechado: um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas*. São Paulo: IBGC, 2014.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- IQUIAPAZA, R. A.; LAMONIER, W. M.; AMARAL, H. F. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock Exchange. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.1, n. 1, p. 1001-1014, 2008.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.
- LEE, C. M. C.; RADHAKRISHNA, B. Inferring investor behavior: evidence from TORQ data. *Journal of Financial Markets*, v. 3, n. 2, p. 83-111, 2000.
- LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *REGE- Revista de Gestão*, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: An experiment in Brazil. *Working*

- Paper 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095781>. Acesso em: 28 out. 2016.
- LOPES, A. B. *The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil*. 2009. Tese (Doutorado em Contabilidade e Finanças). Manchester Business School, University of Manchester, 2009.
- MACEDO, M. A. S.; SOUZA, M. A. F.; OLIVEIRA, M. A. Análise de desempenho organizacional no setor varejista brasileiro. In: SIMPEP, 11, 2004. *Anais...* Bauru, 2004.
- MACHADO FILHO, C. P. *Responsabilidade Social e Governança: o debate e as implicações*. São Paulo: Thomson, 2006.
- MARTINS, O. S. *Relações entre a assimetria da informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro*. 2012. 186f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2012.
- MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014.
- MOIZINHO, L. C. S.; BORSATO, R. B.; PEIXOTO, F. M.; PEREIRA, V. S. Governança corporativa e internacionalização: uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, v. 16, n. 40, p. 104-122, 2014.
- MORCK, R. K. (Org.) *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago: University of Chicago Press; Londres: National Bureau of Economic Research, 2005.
- NAKAYASU, G. N. *O impacto do anúncio da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil*. 2006. 134f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- OLIVEIRA, K. P. S.; PAULO, E.; MARTINS, O. S. Relações entre a assimetria de informação e a governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Recont – Registro Contábil*, v. 4, n. 3, p. 56-70, 2013.
- ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OECD). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing, 2015. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>>. Acesso em: 12 ago. 2016.
- PEIXOTO, F. M. *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. 2008. 216f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- PEREIRA, V. S.; SHENG, H. H. Os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 23, 2013, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: SBFIN, 2013.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, p.107-136, 2009.
- RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998.
- SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 8, n. 3, p. 300-319, 2015.
- SANTOS, P. S. A.; ALMEIDA, D. M.; BEZERRA, F. A. Grau de disclosure voluntário e nível de governança corporativa no caso das companhias brasileiras de capital aberto: um estudo de relação. *Revista de Administração e Contabilidade – ReAC*, v. 5, n.1, p. 4-21, 2013.
- SHERMAN, H. D.; KASHLAK, R. J.; JOSHI, M. P. The effect of the board and executive committee characteristics on the degree of internationalization. *Journal of International Management*, v. 4, n. 4, p. 311-335. 1998.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 1, p.1-18, 2005.
- SILVA, E. C. *Dois ensaios sobre microestrutura de mercado e probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações brasileiro*. 2009. 63f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.
- SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *READ – Revista Eletrônica de Administração*, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.
- SINGH, D. A.; GAUR, A. S. Governance structure, innovation and internationalization: evidence from India. *Journal of International Management*, v. 19, n. 3, p. 300-309, 2013.
- SKAIFE, H. A.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and cost of equity capital. *Social Science Research Network, Working Paper Series*, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em: 12 ago. 2016.
- SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding Hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 14, n.2, p. 62-81, 2011.
- WANG, C. H.; HSU, L-C.; FANG, S. R. The determinants of internationalization: evidence from the Taiwan high technology industry. *Technological Forecasting & Social Change*, v. 75, n. 9, p. 1388-1395, 2008.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna*. Tradução de José Antônio Ferreira; Revisão Técnica de Galo Carlos Lopez Noriega. São Paulo: Cengage Learning, 2016.
- XIAO, S. S.; JEONG, I.; MOON, J. J.; CHUNG, C. C.; CHUNG, J. Internationalization and performance of firms in China: moderating effects of governance structure and the degree of centralized control. *Journal of International Management*, v. 19, n.2, p. 118-137, 2013.