

Universidade Federal da Paraíba
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração
Curso de Mestrado em Administração

Lucian Hendyo Max Pereira

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO NO
BRASIL, CHILE E MÉXICO**

JOÃO PESSOA

2014



Lucian Hendyo Max Pereira

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO NO
BRASIL, CHILE E MÉXICO**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de mestre em
Administração no Programa de Pós-Graduação
em Administração da Universidade Federal da
Paraíba.

Área de Concentração: Administração e
Sociedade.

Orientador: Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha
Callado

João Pessoa

2014

Lucian Hendyo Max Pereira

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO NO
BRASIL CHILE E MÉXICO**

Dissertação aprovada em: ____/____/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado (Orientador)

Universidade Federal da Paraíba

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado (Examinador)

Universidade Federal da Paraíba

Prof. Dr. Cláudio de Araújo Wanderley (Examinador)

Universidade Federal de Pernambuco

Dedico este trabalho à minha mãe, à minha irmã e à minha namorada, por toda
dedicação e apoio.

AGRADECIMENTOS

Registro minha imensa gratidão a Deus, pelo dom da vida, o que essencialmente permite qualquer conquista.

Expresso minha especial gratidão à minha namorada, Débora, que sempre me ajudou e, em especial neste período da minha vida, prestou um grande apoio desde o processo de seleção do mestrado até o momento de revisão da Dissertação. Muito obrigado, meu amor.

Deixo aqui exposto, também, meus agradecimentos à minha mãe e à minha irmã, que compreenderam os momentos de ausência e de grande dedicação ao mestrado.

Reservo meus sinceros agradecimentos aos professores Márcio Machado e Orleans Martins. Agradeço pelas oportunidades de aprendizado nas áreas de finanças, governança corporativa e docência em administração.

Expresso aqui, da mesma forma, agradecimentos ao professor Cláudio Wanderlay, que prontamente aceitou fazer parte da banca de defesa.

Agradeço ao meu orientador, Professor Aldo Callado, pela constante orientação durante todo o curso de mestrado. Destaco o cuidado e a presteza com que sempre me recepcionou, orientou e ajudou. Agradeço, além disso, pelo apoio que o senhor forneceu, principalmente nos últimos meses do curso de Mestrado, tão conturbados devido ao meu emprego. Muito obrigado, meu mestre. Obrigado pelo tempo e energias dedicados à minha evolução enquanto pesquisador, pessoa e eterno estudante.

Deixo aqui, também, meus agradecimentos aos meus amigos Felipe Franklin e Suelle Cariele, companheiros de mestrado da ênfase em Finanças. Sou muito grato pelo apoio e a amizade de vocês.

Por fim, agradeço aos colegas da disciplina de Governança Corporativa, pelo período de aprendizagem que tive com vocês. Da mesma maneira, sou grato aos demais colegas de mestrado e aos professores e funcionários do PPGA. Obrigado a todos que, de alguma forma, contribuíram com minha caminhada durante este período tão curto, mas tão intenso, de minha vida acadêmica.

A educação é algo memorável, de fato uma coisa merecedora de admiração, mas é válido recordar nem tudo aquilo que vale à pena saber pode ser facilmente aprendido.

Oscar Wilde

RESUMO

Um dos temas de atual discussão no campo de Finanças, mas ainda em aberto a debates de cunho teórico-empírico, é o da Governança Corporativa. Algumas vezes relacionados a discussões sobre a relevância das práticas de Governança sobre o desempenho financeiro das empresas, em especial no contexto de países emergentes, trabalhos como os de Klapper e Love (2004), Braga-Alves e Morey (2012), Claessens e Fan (2002) e Claessens e Yutorglu (2013) buscaram, além da análise sobre o prisma de indicadores direitos de Governança, verificar se fatores associados à Governança (a exemplo dos níveis de legalidade dos países), poderiam influenciar o desempenho das empresas. Nessa perspectiva, o presente trabalho buscou averiguar sobre os efeitos da Governança Corporativa, expressos através do modelo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), averiguando sobre a relevância na explicação desempenho das empresas. A presente pesquisa, diferentemente de outros trabalhos, partiu de uma proposta metodológica recente (BRAGA-ALVES; MOREY, 2012), focando na relação e na interação de fatores institucionais (riscos específicos do ambiente das empresas, em nível de país) e a Governança. Partindo de uma abordagem quantitativa, focada em análises de correlação – através do coeficiente de correlação de Pearson – e análises de regressões, por meio de dados em painel, a presente pesquisa testou hipóteses de pesquisa relacionadas à associação entre Governança, indicadores político-institucionais e o desempenho financeiro das companhias de capital aberto no Brasil, Chile e México no período de 2008 a 2012. Com uma amostra total de 1245 observações e 249 empresas, o presente trabalho evidenciou uma relação estatisticamente significativa entre Governança Corporativa e desempenho financeiro. Da mesma forma, os indicadores das diferenças político-institucionais se mostraram significantes nos modelos estimados. Os resultados, dessa forma, reafirmam o que a literatura já discutira: práticas superiores de Governança Corporativa têm relação direta com melhores níveis de desempenho financeiro. O resultado final do trabalho, por sua vez, evidenciou que a interação proposta por Klapper e Love (2004), entre fatores específicos do ambiente institucional das empresas e a Governança Corporativa, pode influenciar o desempenho financeiro das empresas, sendo até mais robusto do que a verificação individual desses fatores. Entre as principais contribuições do presente trabalho pode-se citar a ampliação dos resultados empíricos para países emergentes, em especial a América Latina; e os resultados observados, no tocante à interação da Governança Corporativa e os fatores político-institucionais dos países sobre o desempenho empresarial. Entre as limitações, por sua vez, indicam-se àquelas referentes à formatação da base de dados – escassez de dados e limites para pesquisa direta – e os resultados do modelo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005).

Palavras-Chave: Governança Corporativa, Desempenho Financeiro, Legalidade e Corrupção.

ABSTRACT

One of the topics of current discussion in the field of Finance, but still open to a discussion of theoretical and empirical studies is the Corporate Governance. Sometimes related to discussions about the relevance of corporate governance practices on the financial performance of companies, especially in the context of emerging countries, works such as Klapper and Love (2004), Braga-Alves and Morey (2012), Claessens and Fan (2002) and Claessens and Yurtoglu (2013) investigated, in addition to the analysis on the prism of indicators of governance rights, verify that factors associated with governance (such levels legality of countries) could influence the performance of companies. In this perspective, the present study sought to investigate on the effects of corporate governance, expressed through the proposed by Carvalhal-da-Silva and Leal (2005) by examining the relevance in explaining corporate performance model. This research, unlike other works, left a recent methodological proposal (BRAGA-ALVES; MOREY, 2012), focusing on the relationship and interaction of institutional factors (risks specific to the business environment in the country level) and Governance. From a quantitative approach, focused on the correlation analysis - using the Pearson correlation coefficient of - and regression analyzes, using panel data, this study tested the research hypotheses related to the relationship between governance, political and institutional indicators financial performance of publicly traded companies in Brazil, Chile and Mexico in the period 2008-2012. With a total sample of 1245 observations and 249 firms, this study showed a statistically significant relationship between corporate governance and financial performance. Likewise, indicators of political and institutional differences proved significant in the estimated models. The results thus reaffirm that the literature already discussed: higher corporate governance practices are directly related to higher levels of financial performance. The end result of the work , in turn, showed that the interaction proposed by Klapper and Love (2004), between specific factors of the institutional environment of firms and corporate governance can influence, being even more robust than the financial performance of companies individual review of these factors. Among the main contributions of this work may be mentioned the expansion of the empirical results for developing countries , particularly Latin America, and the observed results , regarding the interaction of corporate governance and political- institutional factors of the countries on corporate performance. Among the limitations, in turn, provides an indication of those relating to the formatting of the database - data scarcity and limits to direct research - and the results of Carvalhal-da-Silva and Leal (2005) model.

Keywords: Corporate Governance, Financial Performance, Legality and Corruption.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparação das teorias da Agência, Direitos de Propriedade e Custos de Negociação.	25
Quadro 2 - Variáveis adotadas no estudo.....	49
Quadro 3 – Variáveis dos Riscos Político-Institucionais.	51
Quadro 4 - Dimensões e indicadores do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005).	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de observações de empresas por país, ano e setor.....	47
Tabela 2 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para amostra.	56
Tabela 3 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o Brasil.	57
Tabela 4 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o Chile.	57
Tabela 5 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o México.....	58
Tabela 6 - Distribuição de frequência para o IGC do Brasil, Chile e México.	59
Tabela 7 - Governança Corporativa, por meio do IGC, para amostra total.	60
Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis financeiras e de GC da amostra.	61
Tabela 9 - Estatísticas descritivas para amostra total.	63
Tabela 10 - Indicadores político-institucionais do Brasil.	64
Tabela 11 - Indicadores político-institucionais do Chile.	64
Tabela 12 – Indicadores político-institucionais do México.	64
Tabela 13 - Indicadores político-institucionais da Amostra total.....	64
Tabela 14 – Matriz de Correlações de Pearson (amostra total: 2008).	66
Tabela 15 – Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> (amostra total: 2009).	67
Tabela 16 – Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> (amostra total: 2010).	68
Tabela 17 – Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> (amostra total: 2011).	69
Tabela 18 – Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> (amostra total: 2012).	70
Tabela 19 - Regressões com a variável Dummy (país): IGC.....	72
Tabela 20 - Regressões com a variável Dummy (país): direitos dos acionistas	73
Tabela 22 - Regressões para análise da determinação do desempenho: IGC	74
Tabela 23 – Testes de normalidade e autocorrelação.....	75
Tabela 24 - Regressões para análise da determinação do desempenho: DA	76
Tabela 25 – Testes de normalidade e autocorrelação.....	77
Tabela 26– Regressões para interação entre GC x Corrupção.....	79
Tabela 27 – Testes de normalidade e autocorrelação.....	79

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2 OBJETIVOS	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 HIPÓTESES DO ESTUDO	17
1.4 DELIMITAÇÃO DO TRABALHO	20
1.5 JUSTIFICATIVA	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA	24
2.2 RELAÇÕES CONTRATUAIS E AS CORPORAÇÕES MODERNAS	29
2.3 CONCEITOS E SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	31
2.3.1 Governança Corporativa: Evidências empíricas	34
2.4 MODELOS DE AVALIAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	42
2.4.1 Modelo proposto por Gompers, Ishii e Metricks (2003)	42
2.4.2 Modelo proposto por Carvalho-da-Silva e Leal (2005)	43
2.4.3 Modelo proposto por Black, Jang e Kim (2006)	44
2.4.4 Modelo proposto por Brown e Caylor (2006)	44
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	46
3.1 COLETA DE DADOS, POPULAÇÃO E AMOSTRA	46
3.2 VARIÁVEIS DO ESTUDO	48
3.3 MODELOS ESTATÍSTICOS	52
3.4 MODELO DE MENSURAÇÃO DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	54
4 RESULTADOS	56
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS	56
4.1.1 Análise dos constructos do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005)	56
4.1.2 Estatísticas Descritivas	59
4.1.3 Análise das Correlações	65
4.2 ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO	71
4.2.1 Análise da interação entre a Governança Corporativa e os fatores político-institucionais e o desempenho financeiro	78
5. CONCLUSÕES	81
REFERÊNCIAS	85
APÊNDICE I	90

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As empresas podem ser consideradas as engrenagens do crescimento das modernas economias capitalistas e, por consequência, sofisticados e complexos meios para geração de riqueza, baseados em relacionamentos, contratos e mecanismos de disputa de poder e controle sobre seus ativos (HART, 1989). Dessa visão, é possível perceber a importância das empresas de um ponto de vista econômico e, inevitavelmente, social. Corroborando essa perspectiva social das empresas, Lefort e Walker (2000) sugeriram que as empresas influenciam fortemente a sociedade, devido ao papel que exercem sobre o desenvolvimento econômico dos países, especialmente no que se refere ao fortalecimento do mercado de capitais.

Desde o trabalho de Coase (1937), as empresas passaram a ser analisadas de maneira mais ampla do que na visão econômica tradicional, passando a serem compreendidas não apenas como elemento econômico da geração de riqueza, mas também como mecanismos complexos e especializados de atuação no mercado. Essa atuação, na visão do referido autor, envolve a organização através de uma relação contratual muitas vezes conflituosa entre aqueles que a empreenderam e aqueles que trabalham em nome dos proprietários, com o fim de gerir e maximizar o bem-estar dos detentores dos direitos. Decorreu do trabalho de Coase (1937) que a complexa estrutura das firmas poderia permear estudos, visando entender os efeitos do relacionamento entre os proprietários dos direitos (sobre as firmas) e os administradores (contratados para maximizar a riqueza dos proprietários) e consequentemente as implicações econômicas e sociais desse relacionamento.

Em estudo posterior, Jensen e Meckling (1976) sinalizaram que a firma descrita pela economia tradicional, caracterizava unicamente como um mecanismo de geração de riqueza, deveria ser analisada considerando-se a relação conflituosa – brevemente discutida por Coase (1937) – entre os agentes, que são os administradores contratados pelos detentores de direitos sobre a empresa, *versus* os proprietários, caracterizados como aqueles que devem ter sua riqueza, à luz da economia tradicional, maximizada. Entre as justificativas, os autores situaram uma perspectiva de custos inerentes ao monitoramento dos agentes, que deveriam exclusivamente assegurar o cumprimento dos interesses dos proprietários. Ambos, Coase (1937) e Jensen e

Meckling (1976), foram alguns dos precursores dos estudos dos efeitos das relações entre os administradores e os proprietários sobre os direitos das empresas e seus impactos, teoricamente, sobre os resultados das empresas.

De maneira geral, o que se discutiu no trabalho de Jensen e Meckling (1976) foi a existência de custos relacionados à necessidade de monitoramento dos agentes, para que esses maximizassem a riqueza dos acionistas. Os autores discutiram ainda o fato de que os administradores possuem informações privilegiadas, no tocante à própria gestão da empresa, suas redes contratuais e atuação no mercado, em relação aos proprietários, o que permitiria que concedessem a si mesmos privilégios e maximizassem seu bem-estar em detrimento dos interesses dos proprietários (reais detentores dos direitos da empresa). Esse debate faz parte do arcabouço teórico que ficou conhecido como Teoria da Agência, Problema de Agência ou Teoria do Agente-principal.

Segundo Hart (1989), todavia, a compreensão de parte da complexidade das empresas não pode ser resumida somente à questão do monitoramento do problema do agente-principal. O autor explica que pode ser necessária, para compreensão da formação das organizações, a análise das empresas a partir da noção de *nexus* de contratos – definição apresentada, também, por Jensen e Meckling (1976). Ainda Hart (1989), explica que as relações contratuais ocorrem, portanto, entre administradores, proprietários, empregados, fornecedores, credores, consumidores e outras organizações, cada parte interessada na maximização do seu próprio bem-estar, por meio de uma rede de contratos bastante complexa e mutável.

Das definições de Coase (1937), Jensen e Meckling (1976), Hart (1989), entre outros autores não mencionados, surgiu o campo de estudo da Governança Corporativa. O conceito de Governança Corporativa reside, por sua vez, nos mecanismos necessários ao controle e monitoramento do cenário caracterizado pelo problema de agência, no qual benefícios que podem ser adquiridos através da posse de informações assimétricas por parte dos administradores (que são maximizadores do bem-estar próprio) reduzem a riqueza dos proprietários dos direitos das empresas, enfraquecem os mecanismos de transparência e qualidade na avaliação do valor atribuído aos ativos e, como consequência, afetam o valor das empresas e o desenvolvimento econômico (HART, 1995; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORNELIUS, 2005). Nesse contexto, pode-se dizer que parte do que se estuda, no âmbito das práticas de Governança, envolve a redução do risco de expropriação de

direitos dos acionistas, o entendimento sobre práticas de aumento da proteção aos investidores como um todo, o aumento da transparência financeira e gerencial e o papel dos conselhos de administração e comitês na melhoria das práticas de Governança Corporativa (CORNELIUS, 2005).

Segundo Bebchuk e Weisbach (2010), no campo acadêmico, o interesse na Governança Corporativa tem se revelado de maneira interdisciplinar. Para os autores, os trabalhos desenvolvidos têm sido realizados não apenas por pesquisadores das áreas de economia e finanças, mas, de maneira ampla, também por pesquisadores das áreas de direito, administração e contabilidade. Esse campo multidisciplinar, por vezes, tem se embasado em contribuições de estudos com raízes em temas tais como: a visão incompleta dos contratos; o dever de prestação de contas e da transparência dos atos da administração; o papel dos conselhos de administração na melhoria da relação entre gestores e investidores; e diferenças entre práticas de proteção de acionistas das corporações em diferentes países.

Alguns dos objetivos de pesquisas recorrentes nas investigações sobre a Governança Corporativa, conforme explicado por Ribeiro *et. al* (2012), reside na determinação das práticas de Governança Corporativa das empresas, desempenho empresarial e estrutura de propriedade. Os autores explicam ainda que a produção brasileira, por exemplo, cresceu exponencialmente no período de 1998 a 2009, sugerindo uma agenda de estudos de relativa importância. De maneira complementar, pode-se considerar a visão de Cornelius (2005), que sugeriu que os avanços nas pesquisas em Governança, em países desenvolvidos e emergentes, vêm sendo estimuladas por questões empíricas pautadas na compreensão dos efeitos das práticas de Governança sobre o desempenho empresarial, a partir de perspectivas que incluem as diferenças entre os ambientes legais dos países, riscos políticos e eficiência da proteção legal e institucional aos investidores em mercados desenvolvidos e emergentes.

Klapper e Love (2004) e Braga-Alves e Morey (2012), nessa perspectiva de diferenças entre os ambientes, no âmbito de países, explicaram que muitas das evidências mais controversas sobre a Governança Corporativa e seus efeitos nas empresas podem estar relacionadas com as diferenças institucionais e políticas dos ambientes em que as empresas atuam, isto é, fatores como riscos econômicos, políticos e mesmo aspectos culturais e legais podem influenciar o desempenho das referidas empresas, seja sob o prisma da Governança (desempenho da Governança Corporativa), seja sob o prisma econômico-financeiro (desempenho financeiro). Os autores

destacaram ainda que a Governança Corporativa parece interagir, junto a esses aspectos institucionais, de maneira a influenciar o desempenho das empresas com mais relevância até que outros fatores, como o nível de endividamento e o tamanho.

Para Lefort e Walker (2000) e Brown e Caylor (2006), as pesquisas do tipo *cross-country*, que são aquelas que têm como proposta a análise dos sistemas de governança dos países, provocaram uma tendência que vem sendo aplicada desde que Shleifer e Vishny (1997) sinalizaram a importância desse tipo de pesquisa para compreensão das diferenças entre os sistemas de Governança Corporativa ao redor do mundo e suas implicações econômicas. Como exemplos de trabalhos nessa linha de análises podem ser mencionados os de Black, Carvalho e Gorga (2012), que investigaram os fatores determinantes da governança nos países que compõem o BRIC e Braga-Alves e Morey (2012), que por meio de um conjunto de modelos de regressão, analisaram os fatores que poderiam prever os níveis de Governança Corporativa em países emergentes.

Na visão de alguns autores, a exemplo de Leal (2004) e Bebchuk e Weisbach (2010), a literatura do tema da Governança tem evoluído, a partir de estudos que se engajaram na investigação da relação entre os mecanismos de Governança Corporativa dos países e as características descritas em teorias, como a das relações contratuais que implica em análises dos aspectos da eficiência dos sistemas legais; e a teoria da agência, que subtece a necessidade de avaliar os mecanismos de proteção dos investidores contra a expropriação por acionistas majoritários, os custos do monitoramento dos administradores e tomadas de controle (*takeovers*).

Na visão de Brown, Beekes e Verhoeven (2011), a revisão recente dos achados empíricos e teorias relacionadas à Governança Corporativa induziram às pesquisas que tem como pilares investigações sobre a estrutura de propriedade das empresas e a qualidade da contabilidade, principalmente no que tange às suas implicações para o avanço das práticas de transparência e auditoria. Notavelmente, os autores sugeriram que, no âmbito da Governança, a compreensão e mensuração adequada dos níveis de Governança exige a verificação, entre outros fatores, dos mecanismos de proteção legal dos acionistas, das políticas de transparência e das características do contexto em que as empresas podem estar inseridas (ambiente legal, político e cultural, por exemplo, nos países).

Em uma conjuntura específica de estudos que envolveram a análise dos sistemas de Governança Corporativa nos países, as evidências de países emergentes têm

ganhado relativa força empírica nos últimos anos, conforme os resultados apresentados para América Latina por Castro, Brown e Báez-Días (2009), que abordaram a Governança Corporativa no Brasil, México e Chile, sob o prisma da proteção legal e a estrutura de propriedade nos referidos países; e Claessens e Yurtoglu (2013), Claessens e Fan (2002) e Klapper e Love (2004), que adotaram uma amostra mais ampla de países emergentes, incluindo países da África, Ásia e também América Latina, tendo como proposta a investigação empírica da relação entre Governança Corporativa e desempenho, tomando as diferenças culturais, políticas, econômicas e sociais (por meio de variáveis de mensuração dos riscos desses aspectos).

Ressalta-se que apesar do escopo amplo em todos os trabalhos, os autores atentaram para necessidade de análise do conjunto de países com proximidades culturais e geográficas de maneira mais detalhada, sugerindo até mesmo pesquisas voltadas para apenas países da Ásia ou América Latina. Cabe ressaltar que a análise dos supracitados autores baseou-se no desempenho das empresas e na importância dos mecanismos de Governança Corporativa para o desenvolvimento dos mercados. Acrescenta-se, por fim, que os autores deram especial atenção às conclusões oriundas das diferenças dos atributos dos mecanismos de proteção dos investidores nos diferentes países analisados, que tiveram como *proxies* medidas de riscos políticos, econômicos e legais.

Nessa perspectiva, buscou-se, na indagação acerca dos efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre o desempenho das empresas, averiguar sobre o ambiente de Governança das firmas na América Latina, especificamente no Brasil, Chile e México. Assim, com o propósito de contribuir com as evidências empíricas de países emergentes, de maneira específica os latino-americanos, seguindo as sugestões e perspectivas adotadas por autores como Klapper e Love (2004), Cornelius (2005), Braga-Alves e Morey (2012) e Claessens e Yurtoglu (2013), questiona-se: **Qual a relação entre a Governança Corporativa e o desempenho financeiro de empresas do Brasil, Chile e México?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Com base na questão problema do trabalho e nas pesquisas anteriores desenvolvidas sobre o tema, especialmente em países emergentes (CLAESSENS; FAN, 2002; KLAPPER; LOVE, 2004; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), definiu-se como objetivo geral **analisar a relação entre a Governança Corporativa e o desempenho contábil-financeiro de empresas do Brasil, Chile e México, considerando os aspectos político-institucionais dos países.**

1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos definidos para o presente trabalho consistiram em: (i) Avaliar a qualidade dos mecanismos de Governança Corporativa adotados por empresas do Brasil, Chile e México, por meio do modelo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005); (ii) Investigar a relação entre as práticas de Governança Corporativa e o desempenho das empresas da amostra, levando em consideração os riscos político-institucionais dos países considerados; e (iii) Verificar se a interação entre a Governança Corporativa e fatores político-institucionais pode influenciar o desempenho empresarial.

1.3 HIPÓTESES DO ESTUDO

As hipóteses desta dissertação basearam-se em estudos anteriores que tiveram como foco a análise da relação entre o desempenho das empresas e os mecanismos de Governança Corporativa. A linha particular de trabalhos que adotaram como objetivos de estudos a averiguação dos efeitos da Governança Corporativa sobre o desempenho das empresas – no contexto de países emergentes – têm ganhado relativa importância, a exemplo do que pôde ser verificado em trabalhos como os desenvolvidos por LeFort e Walker (2000), Klapper e Love (2004) e Claessens e Yurtoglu (2013).

Motivados pela importância dos estudos sobre a Governança Corporativa para o desenvolvimento dos mercados emergentes, LeFort e Walker (2000) reuniram

evidências de que os aspectos relacionados à proteção dos investidores e os mecanismos de incentivo ao voto, para os acionistas minoritários, poderiam ser considerados os maiores desafios dos avanços da Governança Corporativa na América Latina. Tomando como base os ambientes econômico-institucionais do Brasil e Chile, pelo ponto de vista dos autores, as evidências podem sugerir que, na realidade da América Latina, a qualidade da Governança Corporativa tem implicações diretas não apenas no desempenho superior das empresas que voluntariamente fortalecem seus mecanismos de governança e relacionamento com os acionistas, mas, de maneira concomitante, as práticas de Governança ajudaram a desenvolver os mercados de capitais dos países em questão, conforme presenciado nos anos 90 e 2000. Entre os pontos discutidos pelos autores, pode-se ressaltar o nível de crescimento econômico e os aspectos de proteção legal do ambiente em que as empresas estão inseridas e suas implicações no desempenho organizacional.

Na pesquisa desenvolvida por Klapper e Love (2004), as autoras, partindo de indicadores de Governança Corporativa em países emergentes, encontraram que o desempenho das empresas da amostra variou em relação aos níveis de proteção, nos países, no que tangeu à eficácia do sistema legal. A partir da análise dos fatores determinantes e a relação com o desempenho, as autoras sugeriram que apesar das imperfeições e diferenças inerentes aos mercados, níveis mais altos de Governança Corporativa vem acompanhados de desempenho financeiro superior e, da mesma forma, apresentam alta correlação com o nível de desenvolvimento dos países, em termos de proteção legal e economia. As implicações da pesquisa sugeriram que maior desenvolvimento econômico e legal permeiam ambientes em que a Governança Corporativa se desenvolve de maneira mais robusta, correlacionando-se, inclusive, com desempenho organizacional superior.

Mais recentemente, Claessens e Yurtoglu (2013), seguindo a mesma linha de pesquisa de Klapper e Love (2004), se dedicaram a estudar a Governança Corporativa também no contexto de mercados emergentes. Os autores justificaram a pesquisa partindo da influência recente dos países emergentes no desenvolvimento do capitalismo moderno, indicando que os mercados emergentes, além de serem os que apresentam mais espaço para crescerem, vêm passando por transformações legais que podem melhorar o fluxo de capitais nos países. Os autores encontraram, entre outras evidências, que a adoção de mecanismos de Governança Corporativa pelas empresas da amostra não apenas beneficiou as mesmas em termos de acesso a melhores formas de

financiamento e desempenho superior, mas, da mesma forma, foram favoráveis para os mercados em que estão inseridas. Nesse sentido, os autores sinalizaram que o ambiente econômico e legal em que as empresas estão inseridas tem importância maior do que era esperado. Tendo em vista que, embora melhores níveis de Governança Corporativa possam ter efeitos positivos sobre o desempenho das empresas, esse efeito foi menor em países com fraco ambiente econômico e legal, sugerindo, da mesma forma que Klapper e Love (2004), a relativa importância do contexto em que as empresas estão inseridas na análise dos efeitos da Governança Corporativa sobre o desempenho organizacional.

Da mesma maneira que Claessens e Yurtoglu (2013), que se inspiraram nas pesquisas de Klapper e Love (2004), os autores Braga-Alves e Morey (2012), trabalharam suas hipóteses de pesquisa a partir de evidências recentes da influência de fatores específicos do ambiente em que as empresas estão inseridas e seus efeitos sobre a Governança Corporativa e o desempenho. Os resultados esperados pelos autores, nessa perspectiva, reforçaram os achados de Klapper e Love (2004) no contexto de países emergentes, indicando que fatores como o risco político e a qualidade da legalidade podem ter influência significativa na Governança Corporativa das empresas, influenciando, da mesma forma, o desempenho empresarial. Braga-Alves e Morey (2012) ressaltaram, entre os achados, que características das firmas, como o tamanho e a idade, tiveram menos relevância do que a interação entre Governança e fatores institucionais, quando na averiguação dos fatores determinantes do desempenho das empresas.

Partindo dos estudos anteriores, portanto, foram definidas duas hipóteses de pesquisa, norteadoras das análises realizadas no presente trabalho, quais sejam:

H1: Em países emergentes, as empresas com melhores níveis de Governança Corporativa apresentam desempenho financeiro superior (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; BRAGA-ALVES; MOREY, 2012; CASTRO; BROWN; BÁEZ-DÍAS, 2009; CORNELIUS, 2005; KLAPPER; LOVE, 2004).

H2: No contexto de países emergentes, aqueles com menores riscos político-institucionais e níveis maiores de qualidade de práticas de Governança Corporativa apresentam desempenho financeiro superior (LEFORT; WALKER, 2000; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; KLAPPER; LOVE, 2004; BRAGA-ALVES; MOREY, 2012).

1.4 DELIMITAÇÃO DO TRABALHO

O tema de pesquisa do presente trabalho foi alicerçado no campo de estudos sobre a Governança Corporativa e os aspectos relacionados à proteção aos investidores, transparência e minimização do conflito de agência nas empresas, partindo, dessa forma, do plano de fundo da Teoria da Agência e da perspectiva de causalidade da Governança sobre o Desempenho (KLAPPER; LOVE, 2004; BRAGA-ALVES, MOREY, 2012). De maneira mais específica, foi definido como tópico de estudo a análise da questão empírica da relação entre qualidade da Governança Corporativa e o desempenho das empresas. Nesse sentido, com base nos trabalhos em países emergentes, o ambiente de mercado estudado foi o da América Latina, justificado pelo recente interesse acadêmico em pesquisas sobre países latino-americanos e investigações entre países (*cross-country*), no âmbito do tema da Governança corporativa (CLAESSENS; FAN, 2002; CORNELIUS, 2005; BRAGA-ALVES; MOREY, 2012).

Os países propostos para análise, com base na delimitação do escopo da pesquisa na América Latina, foram o Brasil, Chile e México. Optou-se pelos referidos países por motivo de acesso a informações contábil-financeiras e representatividade desses no que se refere ao nível de desenvolvimento (emergente) econômico. Salienta-se que a escolha teve como limitação primordial o acesso a base de dados sobre empresas, pois a base Economatica®, embora disponibilize informações sobre países da América Latina, careceu de informações sobre uma amostra maior de países, apresentando informações mais completas apenas sobre aos mercados da Argentina, Brasil, Chile e México, sendo o primeiro (a Argentina) afetado por lacunas de dados disponibilizados na supracitada base de dados, nos primeiros anos do período de análise definido, o que impossibilitou o uso de empresas argentinas na amostra.

De maneira geral, pode-se situar a pesquisa em um contexto de países emergentes, a exemplo dos trabalhos de Claessens e Fan (2002), Klapper e Love (2004), Braga-Alves e Morey (2012), Black, Carvalho e Gorga (2012) e Claessens e Yurtoglu (2013). Buscou-se, portanto, analisar se há relacionamentos significativos, econômicos e estatísticos, entre *proxies* da Governança Corporativa, enquanto mecanismos

sinalizados na teoria e o desempenho contábil-financeiro das empresas, enquanto métricas utilizadas empiricamente para averiguar sobre a eficiência na geração de valor das empresas. Da mesma maneira, a análise ampliou o escopo da relação entre Governança e Desempenho, considerando a interação entre fatores político-institucionais (a partir de *proxies* para diferenças econômicas, políticas, legais e financeiras) e os níveis de Governança da amostra.

Foram adotados como protocolos de pesquisa, portanto: (i) a mensuração da qualidade da Governança Corporativa em países da América Latina; (ii) a análise do nível de Governança Corporativa, focando na investigação da relação com o desempenho contábil-financeiro das empresas e a interação entre Governança e fatores político-institucionais; e (iii) a confrontação dos resultados às evidências empíricas anteriores, por meio da confirmação ou não das hipóteses apresentadas no trabalho.

1.5 JUSTIFICATIVA

Uma das agendas relativamente recentes de pesquisas sobre o tema da Governança Corporativa compreende estudos que ultrapassam as barreiras nacionais (BEBCHUK; WEISBACH, 2010; BRAGA-ALVES; MOREY, 2012; CLASSENS; YURTOGLU, 2013). Nessa linha de trabalhos, pesquisas envolvendo um conjunto de países, sejam desenvolvidos ou emergentes, são bem sinalizadas na literatura, inclusive quando na explicação de fatores determinantes da qualidade da governança nos países e/ou na relação dos mecanismos de Governança e o desempenho das empresas.

Trabalhos como os de Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et. al.* (2000), inerentes às pesquisas desenvolvidas no âmbito dos países, buscaram identificar e analisar as principais diferenças e semelhanças entre as práticas de Governança desenvolvidas no ambiente em que as empresas estão inseridas, isto é, no tocante à proteção legal, aos mecanismos de governança comumente adotados no país em que estão inseridos e, de maneira mais ampla, à luz do nível de desenvolvimento dos mercados – considerando os sistemas de Governança Corporativa em uma perspectiva de países.

Embora o foco de pesquisas realizadas tenha sido principalmente a estrutura de propriedade e a proteção legal aos acionistas, outros trabalhos, desde então, tem sido desenvolvidos em um contexto *cross-country*, a exemplo dos trabalhos de Claessens e Fan (2002), Klapper e Love (2004), Black, Carvalho e Gorga (2012) e Claessens e

Yurtoglu (2013), que foram realizados em contextos de países emergentes, tendo como objetivo a análise dos fatores determinantes da governança corporativa de países emergentes, principalmente aqueles localizados na Ásia, África e América Latina.

Sob um ponto de vista ainda mais particular, buscando averiguar sobre as relações dos mecanismos de Governança Corporativa, a estrutura de propriedade e o desenvolvimento dos mecanismos de proteção dos investidores nos mercados emergentes, os trabalhos de LeFort e Walker (2000) e Castro, Brown e Báez-Días (2009) tiveram como principal foco, a investigação da Governança Corporativa de empresas localizadas na América Latina.

Uma das dificuldades reportadas por Klapper e Love (2004) e Garay *et. al.* (2006) residiu na maneira em que se mensura a qualidade da Governança Corporativa. Essa questão, levantada também por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Black, Jang e Kim (2006), levou a outro ponto de discussão na literatura sobre a Governança, a saber: a definição de modelos para mensuração da qualidade e do nível de Governança Corporativa nos países.

Para muitos autores, essa é uma agenda também desafiadora dada às diferenças entre os vários ambientes legais e econômicos dos países, além da delimitação dos aspectos e dimensões da Governança Corporativa (BEBCHUK, COHEN; FERRELL, 2009). A presente pesquisa, contudo, não objetivou discussões ou reflexões sobre o método de mensuração, tomando um dos modelos disponíveis na literatura como método para mensuração da qualidade da Governança Corporativa de maneira geral.

Da mesma maneira, não foi objetivada nesta pesquisa a verificação da questão da causalidade reversa, adotando-se a postura teórica e hipotética de que Governança Corporativa causa Desempenho, conforme explicações de Klapper e Love (2004), Black, Jang e Kim (2006) e Braga-Alves e Morey (2012).

Tendo como base esse cenário, principalmente as questões empíricas da Governança Corporativa, as lacunas investigadas, nesse sentido, foram: (i) a recente agenda de trabalhos no contexto da América Latina; (ii) mensuração da qualidade da Governança Corporativa nos países; e (iii) questão empírica do desempenho *versus* nível de Governança Corporativa das empresas, além da interação entre governança e os fatores político-institucionais dos países e o desempenho empresarial. Esses três aspectos, portanto, motivaram a pesquisa.

De maneira geral, apesar da elevada quantidade de trabalhos na área de Governança, a justificativa primordial da presente pesquisa foi encontrada nos trabalhos de Klapper e Love (2004), Bebchuk e Weisbach (2010) e Black, Carvalho e Gorga (2012), que sinalizaram a necessidade de considerar, no âmbito das pesquisas sobre a relação entre desempenho e Governança, a questão da interação entre a Governança e fatores político-institucionais, tais como o risco econômico-financeiro próprio dos países ou mesmo aspectos legais das economias, e o desempenho empresarial.

Da mesma forma, pode-se considerar que, no que tange aos aspectos metodológicos das análises e a interpretação dos resultados, o presente trabalho se inspirou nas pesquisas, principalmente, de Claessens e Fan (2002), Klapper e Love (2004), Cornelius (2005), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Black, Jang e Kim (2006), Braga-Alves e Morey (2012), Cataplan, Colauto e Barros (2013) e Claessens e Yurtoglu (2013).

Pode-se dizer que, em relação aos trabalhos de autores como Klapper e Love (2004), Braga-Alves e Morey (2012), Claessens e Yurtoglu (2013), as principais contribuições do presente trabalho foram: (i) a utilização de fatores político-institucionais e a interação com a Governança Corporativa, na investigação da questão empírica do desempenho financeiro *versus* Governança; (ii) a ampliação da amostra em relação aos referidos trabalhos, além do período de análise; e (iii) a modelagem a partir de um conjunto de regressões por dados em painel, testando a eficiência da abordagem por efeitos fixos e efeitos aleatórios, juntamente com a análise das correlações, na busca de resultados empíricos sobre a associação entre desempenho financeiro e Governança Corporativa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Na década de 1970, indagações sobre a maneira como as empresas poderiam ser caracterizadas – de forma mais complexa do que aquela apresentada na Teoria Econômica Tradicional – passaram a ser o foco da tentativa de explicar o comportamento das empresas. Inicialmente, em relação à atuação das firmas como um mecanismo de mercado, otimizador dos custos de negociação, por meio da atuação de administradores especializados, formalizou-se o propósito da firma (COASE, 1937). Na mesma linha de pensamento, um dos destaques foi o papel dos empreendedores, que são os proprietários da firma, e dos administradores, na figura dos agentes contratados pelos empreendedores para maximizar o bem-estar daqueles que detém os direitos sobre a propriedade (COASE, 1937); outro prisma de destaque referiu-se ao conflito inerente à maximização do bem-estar próprio dos agentes em detrimento dos proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976).

Essas duas discussões sobre a conceituação do propósito das empresas, junto a tópicos como o debate das relações contratuais e dos direitos de propriedade, contribuíram para uma caracterização aparentemente mais adequada das firmas modernas, tendo em vista que a ciência econômica tradicionalmente não buscou entender a complexa rede de contratos, formais e informais, nas organizações e sua influência nas postulações econômicas e jurídicas como um todo (HART, 1989).

O interesse de acadêmicos, posteriormente, impulsionou trabalhos que buscaram compreender a dinâmica da relação entre os proprietários dos direitos sobre a empresa e a atuação dos administradores, de maneira teórica e empírica. De acordo com Shapiro (2005), os cientistas sociais passaram a conceber as organizações como estruturas complexas, encorajando, nesse sentido, o desenvolvimento de *frameworks* teóricos mais plausíveis para compreender a dinâmica das relações entre o agente e o principal, estimulando inclusive a elaboração de modelos matemáticos mais complexos.

De acordo com Kim e Mahoney (2005, p. 231), as principais teorias de caracterização das firmas, do ponto de vista econômico, merecem distinção, a fim de se evitar falácias na sua utilização como arcabouço teórico de problemas de pesquisa. As

três principais: a dos custos de negociação, direitos de propriedade e agência apresentam os aspectos descritos, comparativamente, no Quadro 1:

Quadro 1 - Comparação das teorias da Agência, Direitos de Propriedade e Custos de Negociação.

Teoria Aspectos	Teoria da Agência	Teoria dos direitos de propriedade	Teoria dos custos de negociação
Unidade de análise	Contrato entre o agente e o principal.	Instituição.	Negociação.
Foco dimensional	Incentivos.	Direitos de propriedade.	Vários tipos de ativos específicos.
Foco da preocupação com custos	Perda residual.	Busca de rendas e externalidades.	Adaptação inadequada e problemas de <i>hold up</i> .
Foco contratual	Alinhamento de incentivos <i>ex ante</i> e mecanismos de monitoramento.	Alocação de direitos de propriedade <i>ex ante</i> e conflitos distributivos <i>ex post</i> .	Escolha de mecanismos de governança (<i>ex post</i>).
Orientação teórica	Otimização com restrições.	Avaliação comparativa.	Avaliação comparativa.
Intenção estratégica	Visão do acionista.	Visão do <i>stakeholder</i> .	Visão do acionista.
Fontes das fricções de mercado	Assimetrias de informações, aversão ao risco (por parte dos agentes).	Externalidades, dificuldade de imposição de direitos de propriedade e interesses disfarçados.	Racionalidade limitada, incerteza, assimetria de informações, oportunismo e especificidade dos ativos.

Fonte: Adaptado de Kim e Mahoney (2005, p. 231).

A distinção dos aspectos que definem as três teorias, de acordo com Kim e Mahoney (2005), pode ajudar a explicar de maneira mais adequada o fenômeno das relações dos agentes econômicos com as empresas. Essa caracterização, portanto, permite visualizar qual teoria melhor se adequa à determinada problemática formatada no âmbito das ciências sociais.

A compreensão da relação desenvolvida entre os proprietários e administradores havia sido sinalizada por Adam Smith em 1776 (JENSEN; MECKLING, 1976), antes da formalização do conflito de agência, com o problema da atuação dos administradores como maximizadores do bem-estar próprio em detrimento da maximização da riqueza dos proprietários. Segundo o teórico clássico, era de se esperar que a negligência e profusão dos administradores prevalecessem em menor ou maior grau, tendo em vista que não poderia se esperar que os administradores deixassem de conceder a si mesmos privilégios da gestão, visando somente o aumento da riqueza dos proprietários.

Essa discussão, de acordo com Jensen e Meckling (1976), refere-se aos limites de atuação dos administradores e aos direitos de propriedade, implicando, por sua vez em custos de agência decorrentes da relação entre o agente, que é o

administrador, e o principal, que se trata do proprietário. Decorre do trabalho dos supracitados autores, que a complexidade das empresas pode surgir, primordialmente, da relação entre os agentes e o principal, durante o conflito de interesses em maximizarem o bem-estar próprio.

De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 308), o problema de agência implica em custos originários de: (i) despesas de monitoramento por parte do principal; (ii) despesas com concessão de garantias contratuais por parte do agente; e (iii) o custo residual. Na visão dos referidos autores, esses custos são produzidos pela necessidade de criar e estruturar contratos entre o agente e o principal, monitorar a atuação dos gestores na consecução dos objetivos do principal e na diminuição da riqueza do principal, na tentativa de mitigar os conflitos entre este último e o agente.

A teorização proposta por Jensen e Meckling (1976) ficou conhecida como Teoria da Agência, Problema de Agência ou Teoria do Agente-principal e serve de pilar teórico para discussões contemporâneas sobre estrutura de capital, política de dividendos e governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; ADJAOUD; BEM-AMAR, 2010; CAMPOS, DINIZ; MARTINS, 2011).

Para Eisenhardt (1989), contudo, a Teoria da Agência é pautada por elevada abstração matemática, o que poderia inicialmente dificultar o desenvolvimento de pesquisas, tendo como propósito testar empiricamente seus postulados. No levantamento de Shleifer e Vishny (1997), apesar da dificuldade de se operacionalizar os pressupostos teóricos, o que se encontrou foi uma razoável quantidade de trabalhos desenvolvidos nas décadas de 1980 e 90, principalmente sob a égide de estudos de eventos nos mercados de capitais de países desenvolvidos e emergentes, que relevantemente investigaram a existência de custos de agência e as relações entre os conflitos de interesses do agente-principal e seus impactos no mercado de capitais, no âmbito da assimetria de informações e da proteção dos direitos dos proprietários.

A formalização da Teoria da Agência ajudou a esclarecer questões sobre a emissão de ações como um mecanismo adequadamente explicado pela eficiência de mercado, a emissão de relatórios contábeis e relatórios de auditoria para credores e investidores de maneira voluntária, as diferenças entre as estruturas de propriedade e suas implicações na estrutura de capital das empresas e os custos inerentes ao monitoramento dos agentes (JENSEN; MECKLING, 1976). Segundo Shleifer e Vishny (1997), a Teoria da Agência pode ser vista como um elemento central para compreensão da complexidade das relações firmadas entre os agentes e proprietários. Nessa

perspectiva, portanto, pode-se visualizar a Teoria da Agência como um dos pilares para se entender o papel da Governança Corporativa, principalmente enquanto meio pelo qual os aplicadores de recursos asseguram o retorno de seus investimentos.

Para Eisenhardt (1989, p. 58), a Teoria da Agência se preocupa em resolver dois problemas: “[...] primeiro o problema de agência, que ocorre quando os interesses do agente e do principal divergem. [...] segundo, o problema do compartilhamento do risco pelo agente e principal”. É de se esperar, portanto, que os problemas decorrentes da relação que existe entre agente e principal, por vezes, possam ter como embasamento situações, envolvendo relações contratuais que assegurem os direitos de propriedade do principal, mecanismos de mitigação dos conflitos através de incentivos e garantias, a transparência de informações referentes à gestão do patrimônio do principal, redução dos custos de monitoramento dos agentes e processos políticos de tomadas de decisões sobre a estrutura de propriedade e capital das empresas.

De acordo com Hart (1989), a Teoria da Agência e a Teoria da Firma falharam em relação à mesma fraqueza: a caracterização da firma como um *nexus* de contratos é mantido de maneira secundária nas duas abordagens, ao mesmo tempo em que se reconhece que o aspecto da relação contratual entre administradores, proprietários, fornecedores, credores e demais agentes é essencial para compreender o funcionamento dos limites de atuação e dos direitos dos agentes.

Na visão de Grossman e Hart (1986), decorre da fragilidade contratual das relações entre o principal e o agente, as possibilidades de expropriação da riqueza dos proprietários pelos administradores, caracterizado pelo oportunismo dos gestores, que podem alocar de maneira ineficiente os recursos ou criarem mecanismos de proteção excessiva para si mesmos. Esse oportunismo, para os autores, pode reduzir o nível de aplicação de recursos, por parte daqueles que desejariam investir na empresa.

A transparência de informações sobre as empresas e o ambiente legal em que os investidores e empresas mantêm relações podem caracterizar níveis diferenciados de conflitos de agência, conforme explicaram Shleifer e Vishny (1997) em seu levantamento, pois o dilema dos interesses dos agentes *versus* proprietários implica em decisões políticas nas organizações, que afetam a estrutura de capital, propriedade e níveis de proteção dos interesses dos investidores. Ainda segundo os autores, diversas pesquisas apontaram para a existência do problema de agência e suas implicações, por consequência, no desempenho financeiro das empresas.

O arcabouço teórico proporcionado pela Teoria da Agência, na perspectiva de Hart (1995), é o que justifica o desenvolvimento de pesquisas recentes sobre os impactos dos diferentes níveis de proteção aos investidores e nas garantias legais e contratuais dos agentes econômicos na proteção de seus investimentos. Dessa forma, a existência de mecanismos de transparência das informações sobre as empresas e Governança Corporativa pode ser importante para assegurar o desenvolvimento do mercado de capitais e das firmas modernas, por meio da redução dos custos de agência.

Hart (1995, p. 678) justifica a Teoria da Agência no contexto dos mecanismos de proteção aos investidores e transparência de informações sobre as firmas:

“[...] Na inexistência de problema de agência todos os indivíduos envolvidos com uma organização podem ser instruídos a maximizar o lucro ou o valor líquido de mercado ou a minimizar custos. Indivíduos estarão preparados para cumprirem as instruções desde que eles não se preocupem, *per se*, com as consequências das diligências da organização. Esforços e outros tipos de custos podem ser reembolsados diretamente e então incentivos não são requeridos para motivar as pessoas. Além disso, nenhuma estrutura de governança é requerida para resolver diferenças de interesses, uma vez que estes não existem.”

A relação próxima entre a necessidade de mecanismos de proteção aos que mantém relações de investimento com empresas, no âmbito da governança é, em si, o reconhecimento do problema de agência. A situação ilustra a maneira como que Jensen e Meckling (1976) caracterizaram a firma: uma caixa preta, capaz de explicar a dinâmica da produção, mas não o que faz planejar sua atuação no mercado e de que maneira isso acontece.

Ainda sobre o trabalho de Hart (1995), pode-se perceber que a Teoria da Agência e a natureza incompleta dos contratos podem servir de fundamentos para se entender o objeto da Governança Corporativa, enquanto sistema originado *a priori* da necessidade de se lidar com os custos inerentes ao problema de agência.

2.2 RELAÇÕES CONTRATUAIS E AS CORPORAÇÕES MODERNAS

Uma das perspectivas adotadas para compreender a concepção do conflito de interesses existente entre aqueles que empreendem e aqueles gerem as firma, de acordo com Hart (1989), é baseada na visão contratual que Coase (1937) e Jensen e Meckling (1976) utilizaram como fundamento para definirem as empresas em termos de relações contratuais incompletas. Assim, as corporações são permeadas por custos inerentes ao monitoramento das ações discricionárias dos agentes e os custos de transação entre todos que, de alguma forma, têm interesses ligados às empresas.

De acordo com Hart (1989), uma forma padrão do *nexus* de contratos, que em essência concebe as corporações, é caracterizada por obrigações limitadas, vida indefinida e livre transferência de direitos. O autor explica também que, a partir desse conceito seria possível criar contratos com essas características sempre que fossem precisos, mas, dadas essas mesmas características, é muito mais conveniente para os interessados que os contratos sofram de limitações (sejam incompletos e, por consequência, possam ser utilizados em diferentes contextos e para diferentes interesses).

Para Baker, Gibbons e Murphy (2002), os negócios lidam com contratos relacionais e esses contratos, sejam formais ou não, criam o *nexus* de contratos que tanto Coase (1937), quanto Jensen e Meckling (1976), utilizaram como fundamento para conceber o que definiram como corporações modernas. Ainda na visão de Baker, Gibbons e Murphy (2002), contratos relacionais existem dentro e entre firmas, ajudando as empresas a superarem suas dificuldades. Nesse contexto, os contratos não formais, que surgem dos aspectos incompletos dos contratos formais, podem ajudar ou se tornarem mecanismos para aumentar a discricionariedade dos administradores e outros participantes da rede de relacionamentos das empresas. Essa conceituação dos contratos incompletos, no *framework* de Baker, Gibbons e Murphy (2002), contudo, não se restringe à visão do problema de agência, mas, da mesma forma, sugere que as relações contratuais nas firmas e entre firmas é um complexo processo, incluindo cenários de formalidade e discricionariedades para transações com empregados, fornecedores, governos, parceiros estratégicos, sociedade entre outros interessados, na atuação e desempenho das empresas.

Complementando essa importância da visão contratual (ou de relações contratuais) das firmas, Hart (1989) e Aghion e Holden (2011) sugerem que perceber as empresas como um *nexus* de contratos é útil para atentar ao fato de que relações contratuais com empregados, fornecedores, credores, consumidores e outros é um aspecto essencial das empresas, evidenciando que, conforme Hart (1989, p.1764), “(...) o comportamento das firmas é semelhante ao comportamento dos mercados, ou seja, o resultado de um complexo processo de equilíbrio.” Decorre dessa conceituação que as firmas, em sua essência, provavelmente sempre serão formatadas a partir de contratos incompletos, sugerindo assim que o problema de agência e custos de negociação, ainda que minimizados, sejam justificados pelo ambiente que as empresas criam para que possam existir.

Aghion e Holden (2011) e Grossman e Hart (1986) concordam, ao sugerirem que a teoria das relações contratuais das firmas foi essencial para compreensão de como as empresas se desenvolveram em corporações modernas, formadas por uma complexidade de transações e recursos limitados. Os autores explicam que seria inconcebível a criação de contratos perfeitos que acompanhassem, por sua vez, as necessidades das empresas em tempo real. Da mesma maneira, uma vez que empresas e indivíduos disputam recursos escassos no mercado e, por sua vez, são mutuamente dependentes de esforços e conhecimentos especializados, a aceitação de contratos relacionais, com graus diferentes de discricionariedade, foi crucial para o desenvolvimento das complexas corporações modernas.

Por fim, conforme ressalta Hart (1989), seria impossível escrever e antecipar todos os cenários possíveis de relacionamentos das empresas, portanto, não poderiam ser formatados contratos de longo prazo capazes de governar todos os termos necessários para limitar as relações entre os vários indivíduos e organizações que têm obrigações e direitos sobre uma determinada empresa. O autor explica, ainda, que tomando como garantido que os contratos iniciais possuem lacunas, ambiguidades e limitações inerentes às situações que podem vir a se configurar, é compreensível que direitos residuais sejam oriundos dos contratos e, ao mesmo tempo em que podem gerar benefícios para as firmas, podem igualmente amplificar os problemas decorrentes do monitoramento das ações dos agentes.

2.3 CONCEITOS E SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa se tornou um tema bastante evidente, entre profissionais e acadêmicos, principalmente no início do século XXI, após uma série de escândalos corporativos envolvendo fraudes contábeis, problemas de transparência de informações corporativas e expropriações de direitos dos acionistas (BAKER; ANDERSON, 2010). Para Brown e Caylor (2006), os anos 2000 levaram ao aumento da atenção dada à Governança Corporativa devido ao advento da Lei Sarbanes-Oxley, em 2002, após os escândalos envolvendo empresas como a Adelphia, Enron e WorldCom. A Governança tem atraído relativa atenção, nessa perspectiva, principalmente no que diz respeito à recomendação de códigos de práticas, mudanças legais, modelos conceituais e estudos empíricos (HO, 2005).

Definir o que é a Governança Corporativa pode exigir cuidados teóricos específicos, conforme Claessens e Yurtoglu (2013), observando-se os pressupostos essenciais para a perspectiva (interna ou externa) do sistema de governança. Cornelius (2005) explica que a Governança pode ser percebida a partir de um conjunto de regras e conceitos interligados através de corporações, acionistas, administradores e o governo, portanto, podem ser necessários cuidados conceituais relacionados aos estudos sobre Governança, sobre pena de percepções equivocadas, em termos econômicos ou legais, dos efeitos das práticas de Governança sobre o desenvolvimento dos mercados e corporações.

Algumas definições de Governança Corporativa, nesse sentido, elucidam o papel, as preocupações e as questões relacionadas à governança:

Conceitualmente, [...] surgiu para superar o "conflito de agência", decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2013, p.1).

A Governança Corporativa pode ser vista como um conjunto de regras interligadas pelas quais as empresas, acionistas e gerentes governam seu ambiente. Essas regras referem-se a atributos individuais das firmas e fatores que permitem às companhias manterem práticas de governança mesmo quando os institutos públicos são relativamente fracos. Dentre estes fatores podem estar incluídos a estrutura de propriedade, as relações com os

stakeholders, a transparência financeira e *disclosure*, assim como a configuração dos conselhos de administração (CORNELIUS, 2005, p. 12).

Segundo Claessens e Yurtoglu (2013), existem variações em relação às definições de Governança Corporativa, mas geralmente elas tendem à configuração em duas categorias: (i) definições relacionadas ao ambiente atual das corporações, em termos de medidas de desempenho, eficiência, crescimento, estrutura financeira e conduta no que diz respeito aos acionistas; e (ii) definições relacionadas a um *framework* normativo, que neste caso se refere às regras às quais as empresas estão submetidas, em termos de sistema legal e normas dos mercados financeiros. Independente do entendimento que se tem sobre a Governança Corporativa, o tema está diretamente relacionado ao seu problema básico: o problema da relação entre os acionistas e os administradores.

Para La Porta *et. al.* (2000), apesar das variações em relação aos conceitos e resultados empíricos a respeito da Governança Corporativa, uma série de regularidades empíricas, tais como elementos dos sistemas financeiros dos países, aspectos legais que influenciam a atuação das empresas em determinados mercados, estrutura de Governança Corporativa – em termos de práticas asseguradoras de direitos adicionais aos acionistas – e políticas de dividendos.

Para Hart (1995), a questão da Governança Corporativa surge a partir de duas condições: primeiro, a existência de conflitos de agência, e segundo, a existência de custos de negociação que os contratos não conseguem resolver sozinhos. Nessa perspectiva, compreender os conceitos de governança está relacionado ao plano de fundo apresentado na discussão do problema de agência e aos custos inerentes ao monitoramento das ações dos administradores, além do nível de proteção legal dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LEAL, 2004).

De maneira complementar, Hart (1995) explica que, decorrente do problema de agência, a existência de mecanismos de Governança Corporativa possui um papel fundamental, tendo em vista que as estruturas de governança alocam os direitos residuais não previstos inicialmente no contrato firmado entre os administradores e investidores. Na visão de La Porta *et. al.* (2000), essa alocação de direitos residuais é que pode, portanto, levar às circunstâncias, em último caso, de expropriação de direitos dos acionistas.

O papel de alocador de direitos residuais da Governança Corporativa, ainda na visão de La Porta *et. al.* (2000), é inerente a eficiência dos mercados em garantir

maior proteção legal aos acionistas e melhores mecanismos, regras e normas, visando à redução dos problemas dos mercados, no que diz respeito à relação entre os administradores e os acionistas. É possível perceber, dessa maneira, que a relevância da Governança Corporativa reside em uma miscelânea de aspectos, mas, em geral, os estudos tendem a questões como a proteção legal dos acionistas em razão do conflito de agência.

La Porta *et. al.* (1998) explicam que o problema de agência pode ocorrer de maneira diferente em países emergentes. Ainda segundo os autores, em alguns países, o conflito entre os interesses dos majoritários e os interesses dos minoritários é a essência dos problemas que os mercados enfrentam, sendo, portanto, papel dos mecanismos de governança mitigar esse conflito.

A partir do trabalho desenvolvido por Shleifer e Vishny (1997), outro tópico inerente à Governança Corporativa é o reconhecimento das diferenças entre os ambientes em que as empresas estão inseridas. Esse ambiente se refere aos institutos legais, normas de governança e princípios adotados em diferentes países. Partindo dessa perspectiva, Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et. al.* (2000) e Claessens e Yurtoglu (2013) ressaltam o aspecto da diferença entre os diferentes sistemas de Governança de vários países e seus mercados.

Com base em Shleifer e Vishny (1997), reconhece-se que os sistemas de Governança, de acordo com o aspecto das diferenças entre os países, podem se assemelhar aos sistemas dos Estados Unidos, mais focado no mercado e da Alemanha, mais voltado para o sistema bancário. No Japão, se observa um nível intermediário à Alemanha e Estados Unidos, no que diz respeito à atuação de investidores, com base em bancos ou mercado; e, para exemplificar a maior parte dos sistemas de Governança, o caso da Itália, que para os autores ilustra os aspectos de concentração de propriedade, sistema legal e pressupostos dos problemas de Governança, para a maioria dos países emergentes e parte dos países desenvolvidos.

De acordo com Andres *et. al.* (2010), existem diferentes taxonomias que buscam classificar os sistemas de Governança Corporativa. Esses sistemas, por sua vez, têm sua origem em testes empíricos que analisam diferenças entre os sistemas em que as corporações podem estar inseridas. Ainda conforme os autores, podem-se visualizar as diferenças entre os sistemas de governança a partir de: (i) Sistemas baseados em mercados *versus* sistemas baseados em bancos; (ii) sistemas de governança interna

versus externa; (iii) Lei Civil *versus* Lei Comum; (iv) Sistemas de eleições proporcionais *versus* majoritária; e (v) Determinantes políticos.

Os sistemas de Governança, portanto, buscam analisar os fatores determinantes da Governança Corporativa, tendo como problemática as diferenças entre os mecanismos de busca de recursos dos mercados (mercado *versus* bancos), as diferenças entre as características de concentração de propriedade e a existência de *insiders* ou *outsiders* no Conselho de Administração (governança interna *versus* externa), diferentes características dos sistemas legais dos países (baseados em Lei Civil ou Lei Comum), o sistema de decisões por meio de votações (proporcionalidade ou majoritarismo) e, finalmente, o interesse político-social das diferentes nações, a exemplo do favorecimento a acionistas ou trabalhadores.

2.3.1 Governança Corporativa: Evidências empíricas

Diversos trabalhos desenvolvidos, seja na área de Finanças, de Contabilidade ou de Economia, buscaram analisar os efeitos que a Governança Corporativa exerce sobre o desempenho das firmas. Dentre alguns trabalhos, são discutidas as pesquisas de Thomsen (2005), Bhagat e Bolton (2008), Ehikioya (2009), Berthelot, Morris e Morrill (2010), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Azim (2012), Reyna, Vázquez e Valdés (2012), Vintilă e Gherghina (2012), Fauziah, Yusoff e Alhaji (2012) e Macedo e Corrar (2012).

Outras pesquisas, a exemplo Shleifer e Vishny (1997), LeFort e Walker (2000), La Porta *et. al.* (2000), Claessens e Fan (2002), Klapper e Love (2004), Castro, Brown e Báez-Días (2009), Ammann, Oesch e Schmid (2011) e Claessens e Yurtoglu (2013), focaram, por sua vez, na investigação da Governança Corporativa em um contexto externo, averiguando, entre outros aspectos as diferenças e semelhanças entre os sistemas de Governança dos países (desenvolvidos ou emergentes).

Na pesquisa desenvolvida por Thomsen (2005), o autor partiu de um *framework* conceitual e fez uma série de proposições posteriormente testadas, com base nas evidências empíricas e teorias sobre a Governança Corporativa e seus efeitos para o desempenho das empresas. Por meio de análises da correlação entre as características enumeradas e o desempenho, além de uma análise exploratória e fatorial, o autor investigou as características da Governança Corporativa de uma amostra de 72

empresas. Dentre as variáveis utilizadas na pesquisa foram investigados o efeito de determinadas práticas das empresas sobre o ROI, ROA, índice *Market-to-book* e investimentos em Pesquisa & Desenvolvimento. Pelos achados do autor, não foi encontrada relação significativa entre a estrutura do *board* e acionistas com o desempenho superior subsequente.

Utilizando dados obtidos junto ao *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), Bhaghat e Bolton (2008) analisaram a relação entre desempenho e governança corporativa, a partir de variáveis obtidas da aplicação dos índices de governança propostos por Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2003). Para *proxy* do desempenho, os autores utilizaram o Retorno acionário acumulado no ano, o Q de Tobin, o Retorno sobre o Ativo e o índice *Market-to-Book*. Também acrescentaram às análises o efeito da Governança Corporativa no risco, alavancagem e crescimento dos ativos. Por meio de regressões em um e dois estágios, os autores chegaram à conclusão de que melhores níveis de Governança estão associados a subseqüentes desempenhos superiores, entretanto, não se encontrou correlação entre melhores níveis de governança e desempenho de mercado superior.

Em países menos desenvolvidos, uma das evidências mais recentes pode ser encontrada na Nigéria, por meio do trabalho de Ehikioya (2009), que analisou a relação entre a estrutura de governança de 107 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores da Nigéria e o desempenho. Através de modelos de regressão linear, tendo como variável dependente o desempenho, o autor encontrou uma relação positiva e significativa da concentração de propriedade e o desempenho. Em outro prisma da análise, não foi encontrada evidência que suporte a relação entre a composição do *board* e o desempenho das empresas. Outros resultados indicaram que diferenças de tamanho e nível de alavancagem podem implicar em resultados diferentes para as interpretações econômicas do efeito da governança sobre o desempenho. Como variáveis o autor levantou dados sobre o índice L/A, ROA, ROE e Q de Tobin, além das *proxies* para Governança através da concentração de propriedade, dualidade dos cargos de presidente e CEO e a presença de membros externos no *board* das empresas.

Berthelot, Morris e Morrill (2010) examinaram de que forma os *rakings* de Governança, adotados no mercado Canadense, são refletidos no valor das firmas. Partindo de uma amostra de 289 empresas, em um painel de dados para o período de 2002 a 2005. Os autores encontraram como resultados que as informações relacionadas às práticas de Governança são refletidas no valor das firmas, indicado que o mercado

valoriza e compensa os esforços das empresas canadenses que aderem a *rankings* de Governança Corporativa.

Tendo como principal objetivo a investigação da relação entre mecanismos de Governança e o desempenho das empresas, Ammann, Oesch e Schmid (2011) analisaram a governança e o desempenho de 22 países, a exemplo do Canadá, Itália, Japão, Portugal, Espanha, entre outros. Os autores utilizaram como *proxy* para a qualidade da Governança Corporativa três índices alternativos, construídos a partir de 64 atributos relacionados a mecanismos de governança. As diferenças entre os três índices construídos se referiram à exclusão de atributos ausentes das empresas (para o primeiro índice) e a utilização de Análise de Componentes Principais (para o terceiro índice). O segundo índice utilizou todos os atributos, sem exclusão de atributos com dados ausentes ou a aplicação de análise de componentes principais para definição das variáveis.

A *proxy* utilizada para o desempenho foi o Q de Tobin, entretanto, para fins de controle nas regressões, foram utilizadas variáveis relacionadas ao tamanho (logaritmo natural dos ativos totais), crescimento das vendas, razão entre os gastos com pesquisa e desenvolvimento em relação às vendas, despesas de capital em relação aos ativos, alavancagem, razão entre o fluxo de caixa em relação aos ativos e a razão entre o lucro antes dos juros e imposto de renda em relação às vendas. Os autores encontraram uma forte relação positiva entre o nível de governança das empresas e o valor das mesmas, os resultados indicaram que melhores práticas de Governança Corporativa são refletidas em maiores valores de mercado das empresas. Entre os resultados observados também foi encontrado que empresas que implementam mecanismos de Governança Corporativa tendem a ter baixo custo de capital, além do desempenho superior à média de empresas com níveis mais baixos de governança.

Partindo de uma abordagem multivariada, Azim (2012) desenvolveu um estudo voltado para as relações de determinadas práticas de governança corporativa, relacionadas ao monitoramento dos administradores, comitês de auditoria e os direitos dos acionistas. A amostra foi constituída por 500 empresas com negociações na Bolsa de Valores da Austrália, totalizando 1410 observações para os anos de 2004, 2005 e 2006. O autor utilizou a técnica de modelagem de equações estruturais para entender as relações entre indicadores de boa governança e o desempenho das empresas. Como indicadores financeiros, Azim (2012) utilizou o retorno sobre o patrimônio, retorno sobre o ativo, índice preço/lucro, o *market-to-book* e o *dividend yield*. Os resultados

indicaram que os mecanismos de monitoramento das empresas, enquanto práticas de governança corporativa são complementares uns aos outros e possuem relações fortes com o desempenho das empresas.

Objetivando investigar o desempenho e a relação com a Governança Corporativa, Reyna, Vazquéz e Valdés (2012) utilizaram uma amostra de 90 empresas mexicanas. As variáveis financeiras adotadas foram o Q de Tobin e o índice *Market-to-book* das empresas. Em relação à governança, os autores fizeram uso de variáveis como a estrutura de propriedade, a presença de membros externos no conselho de administração e a quantidade de ações em posse dos diretores. Entre os resultados encontrados, os autores apresentaram que a concentração de propriedade tem relação positiva e significativa com o desempenho das empresas.

Utilizando uma amostra aleatória de 155 empresas, Vintilă e Gherghina (2012) analisaram a relação entre desempenho e Governança a partir do ambiente de negócios da Bolsa de Valores de Nova Iorque. A partir de quatro sub-índices do Institucional Shareholder Services (ISS), os autores analisaram a relação entre os mecanismos de proteção e as métricas de desempenho utilizadas, sendo esses mecanismos categorizados em quatro sub-índices, quais sejam: Auditoria, Estrutura do Conselho de Administração, Direitos dos Acionistas e Remuneração dos executivos. Como métricas para desempenho, os autores definiram o Q de Tobin, o índice *Market-to-book*, índice L/A, ROA e ROE. De forma concomitante, os autores utilizaram a alavancagem e o tamanho, a partir do logaritmo natural dos ativos totais, para as regressões executadas. O trabalho não encontrou relação positiva entre os sub-índices utilizados e as métricas de desempenho.

Os autores Fauziah, Yusoff e Alhaji (2012) realizaram uma pesquisa no mercado da Malásia, buscando ainda na linha de análises da relação entre desempenho e governança, compreender a dinâmica dos mecanismos de Governança Corporativa. O estudo foi aplicado com uma amostra de 813 companhias listadas na Bolsa de Valores da Malásia. Foram utilizados três componentes de governança, sendo a proporção de diretores não executivos, a estrutura de liderança do conselho de administração e o tamanho do conselho. Para definir o desempenho das empresas, os autores mensuraram os ganhos por ação, pela métrica dos *earnings per share* ou Lucro por ação e o ROE.

Dentre os resultados observados, os autores identificaram relações positivas e significantes apenas nas correlações entre o desempenho, medido pela ROE, e as *proxies* de Governança apenas em 2 dos 12 anos considerados. Em relação ao lucro por

ação, a correlação positiva e significativa foi encontrada nos três anos. Os resultados gerais da pesquisa sugerem que, na Malásia, para o período estudado, as práticas de governança salientadas no estudo têm relação positiva com o desempenho das firmas.

Em um trabalho utilizando técnicas de correlação e Análise Envoltória de Dados, Macedo e Corrar (2012) desenvolveram uma pesquisa, considerando apenas o setor de energia elétrica do Brasil, averiguando sobre a relação entre práticas de Governança Corporativa e o desempenho contábil-financeiro das empresas.

Os autores partiram de uma amostra, por conveniência, tendo como critérios a participação no Índice de Governança Corporativa, IGC, da BM&F Bovespa. Como entradas do modelo de AED, os autores definiram as variáveis riqueza criada em razão do ativo total, riqueza criada em razão do volume de vendas, riqueza criada em razão do patrimônio líquido, giro do ativo, liquidez corrente, endividamento de longo prazo e investimento em imobilizado. Para o período de análise, que compreendeu os anos de 2005 a 2007, apenas no ano de 2005 foi encontrada relação positiva entre as práticas de Governança e o desempenho médio do grupo de empresas analisadas.

Os trabalhos com foco na relação entre a Governança Corporativa e o desempenho das empresas, portanto, em geral, encontraram relações positivas e significantes entre as práticas de Governança e o desempenho organizacional. Esse desempenho, por sua vez, tendeu a ter como *proxies* variáveis como o Retorno Sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio (*Return on equity* ou *ROE*), o lucro por ação, a relação do índice *Market-to-book* e o Q de Tobin. No que diz respeito às alternativas metodológicas, por sua vez, o que se verificou nos trabalhos foi, principalmente, a utilização de regressões lineares e análises de correlações, para averiguação da relação estatística entre as variáveis estudadas e os mecanismos de governança investigados.

No trabalho desenvolvido por Shleifer e Vishny (1997) foi dada especial atenção aos aspectos que diferem, entre os países, no tocante à proteção legal dos investidores e a concentração de propriedade, indicando as características de sistemas internacionais, a exemplo do Japão, Alemanha, Estados Unidos e Reino Unido. Os autores analisaram aspectos da proteção legal dada aos investidores, focando principalmente nas garantias e limitações existentes para acionistas ou instituições bancárias. No que diz respeito à concentração de propriedade, dedicaram espaço, em sua pesquisa, para analisar o papel da existência de grandes investidores, chegando à conclusão de que a presença de grandes investidores e o nível de proteção nos mercados internacionais são determinantes de um bom sistema de Governança Corporativa.

Entre os países considerados na pesquisa de Shleifer e Vishny (1997), os autores explicaram que a maioria dos países emergentes – com exceção da Rússia – apresenta um frágil sistema de Governança no período de análise, principalmente em termos de concentração de propriedade e grau de proteção aos investidores. Os referidos autores dissertaram que os países, em geral, apresentam características semelhantes às existentes na Itália, quais sejam: alta concentração de propriedade e fracos ou insuficientes institutos legais para proteção dos investidores, em específico os acionistas. No que se referem aos países desenvolvidos, os mesmos autores destacam as diferenças observadas entre os Estados Unidos e Reino Unido, Alemanha e Japão, sendo os dois primeiros mais voltados para mecanismos de mercado, maior proteção aos investidores e menor concentração de propriedade, o terceiro apresentando maior nível de concentração de propriedade e menor de proteção legal (se comparado aos Estados Unidos e Reino Unido) e o quarto apresentando características intermediárias, de sistemas de Governança, em comparação aos Estados Unidos e à Alemanha.

A pesquisa desenvolvida por LeFort e Walker (2000) buscou analisar os desafios da Governança Corporativa na América Latina, nesse processo, revisitou achados empíricos principalmente sobre o Brasil, Chile e México. O Brasil, segundo os autores, é considerado um país de elevada concentração acionária, de maneira específica, dado o mecanismo de classes duais de ações, que separam os direitos de voto dos direitos de propriedade. Também sinalizaram que o mercado brasileiro é caracterizado por estruturas piramidais de controle. No Chile, por sua vez, as firmas se caracterizam por uma elevada participação em conglomerados corporativos, apresentando estruturas de controle piramidal relativamente simples e com elevada concentração de propriedade, em alguns casos mais do que o necessário para manter o controle de propriedade e direitos de voto.

Por fim, no México, a exemplo do Brasil, existe o mecanismo das classes de ações duais, caracterizando uma específica relação de separação entre controle e propriedade, além do uso de esquemas piramidais de controle das corporações. No que tange à participação dos bancos, segundo os resultados observados pelos autores, no Chile os bancos não possuem participação em empresas, enquanto no Brasil e no México, a exemplo de outros países emergentes, esse controle vem progressivamente aumentando. LeFort e Walker (2000) concluem que, dadas as evidências, a concentração de propriedade e controle, nesses países, não parece tender a reduzir,

dessa maneira o grau de proteção legal aos acionistas necessita ser melhorada, a fim de aumentar o nível de participação de pequenos acionistas.

A pesquisa de La Porta *et. al.* (2000), extensiva em relação às diferenças legais entre os países, buscou analisar os sistemas legais dos países, caracterizando, entre eles, os países de Lei Comum, Lei Civil Francesa, Lei Civil Alemã e Lei Civil Escandinava. Entre as justificativas da importância da proteção legal, segundo os autores, está a dependência dos investidores e instituições financeiras no tocante aos direitos e disposições legais dos países. Nas últimas décadas, para La Porta *et al.* (2000), o crescente interesse de investidores em países da América Latina e Ásia é justificado pelas reformas das normas e regras de governança nos países.

A sugestão dos autores é exatamente de que a Governança, sob esse prisma, responde adequadamente pelos direitos de investidores acionistas e credores. De maneira geral, a conclusão dos autores, na mesma perspectiva de Shleifer e Vishny (1997), é de que o desenvolvimento dos sistemas de Governança de países de várias partes do mundo necessita, inerentemente, de reformas legais que assegurem maiores direitos aos acionistas e credores, sugerindo as questões levantadas nos Estados Unidos, nas últimas décadas, como fontes para mudanças nos sistemas legais. No tocante à formação de um sistema de Governança, os autores sugerem que as diferenças entre as características das normas de proteção aos investidores, nos países, é que determina o quanto desenvolvido é o sistema de Governança Corporativa.

Em uma análise realizada em 14 países, Klapper e Love (2004), verificaram o nível da Governança Corporativa e as principais diferenças em aspectos discutidos na literatura sobre o tema. A pesquisa foi realizada envolvendo o Brasil, Chile, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Singapura, África do Sul, Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia. O seu desenvolvimento e análise ficaram centradas em quais fatores determinam a qualidade da Governança Corporativa nos países considerados, buscando desta forma generalizar os resultados para países emergentes. Utilizando dados disponíveis na *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), os autores construíram *rankings* para governança, encontrando, como resultados: (i) empresas em países com um fraco sistema legal (geral), em média possuem baixos níveis de Governança Corporativa; (ii) as características relacionadas ao nível adequado de Governança das empresas são negativamente correlacionadas com imperfeições de mercado, como assimetria e contratos incompletos; (iii) ações de empresas com negociações nos Estados Unidos, para amostra, têm em média maiores níveis de

Governança; (iv) governança é positivamente correlacionada com desempenho e valor de mercado; e, finalmente (v) este último relacionamento (desempenho e valor de mercado em relação à governança) tende a ocorrer mais forte em países com fracos sistemas legais.

Claessens e Yurtoglu (2013) revisaram as evidências dos benefícios da Governança Corporativa em vários países, dando especial atenção aos países emergentes, a exemplo de Bolívia, Equador, Brasil, Chile, Venezuela, Índia, Tailândia, Argentina, México, Singapura, Colômbia, Peru entre outros. Entre os resultados gerais que os autores indicaram, pelas análises de trabalhos em países emergentes, estão a Governança Corporativa beneficia as empresas por meio de maior acesso a fontes de financiamento, menores custos de capital, melhor desempenho e tratamento favorecido pelos *stakeholders*. Seguindo esta linha, os estudos parecem indicar que existe o aumento das diferenças e semelhanças, entre os países, dependendo dos setores que as empresas estão inseridas, bem como o país e o sistema legal utilizado. As evidências finais sugerem que a adesão voluntária a mecanismos de governança se mostrou menos eficiente em países notadamente caracterizados que possuem fracos no tocante a Governança Corporativa.

Sobre os países emergentes na Ásia, Claessens e Fan (2002) indicaram que na referida região existe uma baixa proteção legal aos acionistas minoritários, sinalizando assim uma maior expropriação dos direitos dos minoritários pelos majoritários de firmas controladas em vários países. Ainda de acordo com os mesmos autores, o que caracteriza o mercado na Ásia é um acentuado problema de agência, decorrente de baixos níveis de transparência corporativa. Essas evidências, combinadas com a baixa maturidade observada em alguns mercados asiáticos, caracterizam sistemas de governança corporativa com poucos níveis de proteção aos investidores, elevada concentração de propriedade e riscos de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários.

Em relação ao Brasil, Chile e México, Castro, Brown e Báez-Días (2009) indicam que as práticas de Governança Corporativa das empresas desses três países são fracas, no tocante à proteção dos acionistas minoritários. Essas evidências são corroboradas pela forte carência de diretores externos (mais de 40% dos Conselhos de Administração carecem de diretores externos) e em média uma elevada quantidade de observações de empresas em que os controladores são famílias (58%). Dos três países analisados, o Chile apresenta os melhores indicadores de níveis mais elevados de

Governança, impulsionados principalmente pelo grau de independência dos Conselhos de Administração.

2.4 MODELOS DE AVALIAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Avaliar a Governança Corporativa, por meio da construção de modelos de mensuração da qualidade dos mecanismos de governança adotados pelas empresas, é considerado uma agenda de pesquisas desafiadora (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005), dado a existência de diferenças entre os ambientes institucionais em que as empresas estão inseridas (KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS, 2008) e mesmo diferenças intrínsecas ao ambiente econômico, legal e institucional dentro de um país (BLACK; JANG; KIM, 2006).

Esses modelos, em geral, se configuram na concepção de instrumentos para mensuração da qualidade da governança a partir da construção, geralmente, de um índice (GOMPERS, ISHII; METRICK, 2003; BROWN; CAYLOR, 2006; BLACK, JANG; KIM, 2006). De acordo com Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), uma das preocupações na construção de índices que avaliam a qualidade da governança e buscam estabelecer relações com o desempenho reside na definição dos insumos para construção dos indicadores. Nessa tarefa, na concepção de Black, Jang e Kim (2006), as principais limitações residem na definição das variáveis consideradas pelo modelo, que podem enviesar os resultados, inclusive prejudicando, além da significância estatística, as interpretações econômicas.

Foram destacados, nos itens 2.4.1 a 2.4.4 alguns modelos de avaliação das práticas de Governança Corporativa, ressaltando-se os resultados e procedimentos metodológicos da concepção dos índices de governança propostos por Gompers, Ishii e Metrick (2003), e Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Black, Jang e Kim (2006) e Brown e Caylor (2006).

2.4.1 Modelo proposto por Gompers, Ishii e Metricks (2003)

Utilizando informações disponibilizadas pelo *Inverstors Responsibility Research Center* (IRRC), os autores desenvolveram um índice de governança (*Governance Index*). Para determinar o nível de governança foi utilizado um total de 24

provisões (indicadores diversos de Governança) extraídas das publicações e classificadas, pelos autores, em 5 grupos temáticos relacionados a medidas anti-*takeovers*, direitos de votos, proteção dos diretores/membros do conselho, outras defesas contra tomadas hostis e proteção legal.

O índice é, segundo os autores, o somatório dos pontos atribuídos à existência (ou ausência) da empresa para cada provisão adotada. O período de tempo do estudo compreendeu os anos de 1990 a 1999, buscando analisar relação entre o nível de governança e o desempenho, a partir de uma amostra com 1500 empresas norte-americanas. Foram utilizadas como variáveis, entre outras, o índice *book-to-market*, o tamanho das empresas, o Q de Tobin, o retorno anormal e o crescimento de vendas.

Entre os achados, Gompers, Ishii e Metricks (2003) encontraram relação robusta entre os níveis de governança corporativa e o retorno das ações e o desempenho das firmas no período, sugerindo que o fraco nível de proteção aos acionistas pode ajudar a explicar o baixo desempenho das empresas da amostra na década de 1990.

2.4.2 Modelo proposto por Carvalho-da-Silva e Leal (2005)

Partindo da linha de estudos baseados na construção de índices para mensurar a qualidade da Governança Corporativa, Carvalho-da-Silva e Leal (2005) desenvolveram um modelo com a finalidade de além de avaliar a qualidade da governança, investigar a relação entre os mecanismos de governança e o desempenho e valor das firmas.

Tendo como amostra um total de 131 empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, os autores aplicaram o *Corporate Governance Index* (CGI), composto de 15 itens, de respostas binárias (sim ou não). O índice desenvolvido pelos autores não foi baseado em *survey*, tendo como suporte para coleta dos dados os relatórios anuais das empresas. A proposta do modelo foi a de cobrir 4 categorias relacionadas à governança, quais sejam: *disclosure*, composição e funcionamento do Conselho de Administração, Estrutura de Controle e Propriedade e Direitos dos Acionistas.

Os resultados indicaram que menos de 4% das empresas da amostra apresentaram um bom nível de Governança Corporativa, contudo, estas empresas têm desempenho significativamente maior que as demais, medido pelo retorno sobre os ativos (ROA). Também foi encontrada uma relação positiva entre desempenho, tendo

como *proxy* o Q de Tobin, e melhores práticas de governança, embora essa relação apenas marginalmente significativa (próximo de 10%).

2.4.3 Modelo proposto por Black, Jang e Kim (2006)

Essa proposta consistiu na elaboração de um modelo para mensuração da Governança Corporativa de empresas sul-coreanas, tendo como amostra final um total de 515 empresas. Foi utilizado como base de dados um *survey* anualmente aplicado às empresas sul-coreanas pela Bolsa de Valores da Coreia. Esse *survey* considerou, principalmente, os mecanismos de governança de empresas com ações listadas na Bolsa de valores sul-coreana.

O *Korean Corporate Governance Index*, ou simplesmente KCGI, como foi chamado o índice construído, foi utilizado conjuntamente com regressões para analisar causalidade entre o nível dos mecanismos de governança adotados pelas empresas, desempenho e valor da firma. O índice foi construído com base em 38 elementos extraídos do *survey*, associados à governança corporativa na Coreia, e as empresas pontuaram em uma escala de 0 a 100 pontos-base. Os autores classificaram o índice ainda em 4 sub-índices, quais sejam: (i) Direitos dos acionistas; (ii) Procedimentos do Conselho de Administração; (iii) Composição do Conselho de Administração; e (iv) práticas de *Disclosure*.

As regressões e correlações realizadas utilizaram o índice e os sub-índices, *proxy* dos mecanismos de governança, além do Q de Tobin, índice *Market-to-book*, endividamento, crescimento de vendas, tamanho entre outros como variáveis. Dentre os resultados observados de regressões e correlações, Black, Jang e Kim (2006) encontraram correlação economicamente significativa entre o KCGI e o valor de mercado das empresas e relação causal entre o nível de governança das empresas e o Q de Tobin, que foi utilizado como *proxy* para o desempenho das firmas.

2.4.4 Modelo proposto por Brown e Caylor (2006)

Utilizando dados do *Institucional Shareholder Services* (ISS), os autores desenvolveram um modelo para estimar um índice de governança corporativa específico para as firmas da amostra, o Gov-Score. O modelo foi aplicado sobre uma amostra de 1868 empresas norte-americanas, sendo atribuído pontuação binária (1 ou 0) para níveis

aceitáveis ou não-aceitáveis de governança, em cada uma das 51 provisões adotadas, divididas, por sua vez, em categorias distintas, entre elas auditoria, composição do conselho de administração, proteção legal, nível educacional da diretoria, remuneração da diretoria e conselho, concentração de propriedade entre outras.

Consistente com pesquisas já realizadas, a exemplo de Gompers, Ishii e Metricks (2003), os autores regrediram os resultados do índice junto a outras variáveis, a exemplo do Q de Tobin, utilizado como *proxy* para o desempenho, além da idade das empresas e o tamanho dos ativos. Entre os principais resultados, relacionados ao desempenho *versus* Governança Corporativa, foi encontrada relação positiva e significativa entre o Gov-Score e o Q de Tobin.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 COLETA DE DADOS, POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população desta pesquisa consistiu nas empresas de capital aberto com ações negociadas nas bolsas de valores do Brasil (BM&F Bovespa), Chile (Bolsa de Santiago) e México (Bolsa Mexicana de Valores). Optou-se, com base em outros trabalhos, a exemplo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Black, Jang e Kim (2006), Silveira, Barros e Famá (2008) e Catapan, Colauto e Barros (2013) a manter como amostra apenas as empresas não financeiras, tendo em vista as peculiaridades de estrutura de capital das empresas financeiras e os possíveis vieses que poderiam implicar da mensuração de variáveis de cunho financeiro dessas empresas, comparativamente às empresas dos demais setores.

Como período de análise foram definidos os anos de 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012, considerando a mudança do padrão das demonstrações contábeis e a convergências para o padrão internacional, segundo o *International Accounting Standards Board* - IASB (2013), das normas contábeis no Brasil e Chile (que assinaram intenção e definiram cronograma em 2007, com perspectivas de adoção nos anos seguintes) e México (que, em 2008, formalizou o protocolo de convergência). Apesar das ressalvas sobre a crise de 2008, que conforme Alberton, Moletta e Marcon (2011) e Erkens, Hung e Matos (2012), podem ter influenciado de maneira desigual as empresas com diferentes níveis de Governança Corporativa, definiu-se o período dada à limitação da base de dados. Nos resultados, contudo, foram consideradas as implicações da definição da base de dados, o período adotado e possíveis limitações referentes aos modelos econométricos e o instrumento de mensuração da qualidade da Governança Corporativa.

A tabela 1 evidencia a amostra categorizada por país e setor econômico que foram considerados no presente estudo:

Tabela 1 - Quantidade de observações de empresas por país, ano e setor.

Setor \ País	Período: 2008 a 2012		
	Brasil	Chile	México
Agricultura	2	4	2
Entretenimento	1	1	0
Comércio atacadista	1	1	1
Comércio varejista	8	5	3
Assistência médica	3	1	0
Construção	15	3	7
Educação	2	0	0
Energia	29	11	0
Hotel e restaurantes	0	0	1
Imobiliária	2	1	0
Indústria manufatureira	73	15	19
Informação	6	1	3
Mineração	4	2	0
Serviços	8	3	1
Transporte	6	4	0
Total de empresas (país)	160	52	37
Total de empresas (amostra)	249		
Total de observações	1245		
Amostra original (empresas por país)	398	169	95

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Pode ser percebido, na tabela 1, que a amostra final representou cerca de 40% das empresas disponíveis na base de dados inicial do Brasil, 30% das empresas disponíveis na base de dados inicial do Chile e 38% das empresas disponíveis na base de dados inicial do México. De maneira geral, a amostra final do presente trabalho conseguiu representar aproximadamente 37% da amostra (inicial) total de empresas.

Para composição da amostra foram consideradas, inicialmente, apenas as empresas com dados disponíveis no Banco de Dados da Economatica ®. Ressalta-se que, fez-se necessário também a realização de pesquisa direta nos portais, sites corporativos e, em primeiro caso, relatórios pagos do site especializado em informações contábeis e de Governança, Morningstar ®, sendo excluídas as empresas que não apresentaram a totalidade de informações necessárias para composição do índice de Governança (anualmente). Essa limitação, por sua vez, reduziu a quantidade de observações, principalmente no caso do México.

Os dados utilizados como *proxies* para as diferenças político-institucionais dos países foram as variáveis: risco econômico, financeiro e político, legalidade e corrupção. As referidas variáveis foram obtidas junto ao PRS Group © (empresa de consultoria de abrangência mundial especializada na elaboração de índices de riscos dos países). Salienta-se que os dados do PRS Group © foram utilizados em pesquisas como as de Klapper e Love (2004) e Braga-Alves e Morey (2012).

Os dados levantados no Economatica ® foram coletados durante o mês de Junho de 2013, enquanto as informações dos indicadores de diferenças político-institucionais foram obtidas no mês de Novembro de 2013 e se referiram aos indicadores consolidados no ano, para o Brasil, Chile e México.

Levando-se em consideração a quantidade de observações ao longo do tempo, optou-se, por sua vez, pela adoção de um painel de dados balanceado (*strongly balanced*), a exemplo dos trabalhos de Silveira, Barros e Famá (2008) e Cataplan, Colauto e Barros (2013). Argumenta-se que, embora os mesmos autores sugiram uma abordagem com painéis desbalanceados, no caso do primeiro, trabalhou-se com dados em painel balanceados e desbalanceados, comparando resultados gerais e, no segundo, apenas com dados em painel na forma balanceada.

3.2 VARIÁVEIS DO ESTUDO

Com base nos estudos sobre relação entre desempenho e Governança Corporativa, além de fundamentos teóricos do tema, foram definidas as variáveis relacionadas adotadas no trabalho. Cada variável, por sua vez, foi utilizada na bateria de testes estatísticos relevantes para testar as hipóteses do presente estudo. Cabe salientar, contudo, que uma variável oriunda do teste de confiabilidade do modelo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), a variável Direito dos Acionistas (DA) – como *proxy* para Governança Corporativa – não é apresentada nesta seção, mas sua formatação encontra-se nos resultados da pesquisa.

Os comentários sobre cada uma das variáveis adotadas no presente estudo são apresentados após o quadro de exposição das mesmas. Salienta-se que, no caso das *proxies* para as diferenças político-institucionais, são apresentados, além da justificativa de origem teórica e empírica, alguns comentários retirados do PRS Group © (utilizados na concepção de cada um dos indicadores).

Cabe ressaltar que as variáveis tamanho e alavancagem, embora não sejam *proxies* para o desempenho, geralmente são consideradas nos estudos envolvendo a investigação da relação entre Governança Corporativa e desempenho, conforme explicam Klapper e Love (2004) e Cataplan, Colauto e Barros (2013). No caso das *proxies* de desempenho (ROA e Q de Tobin), as justificativas são mais abrangentes, sendo teóricas e empíricas. O Quadro 2 apresenta uma síntese da formulação e fundamentação das variáveis utilizadas no estudo:

Quadro 2 - Variáveis adotadas no estudo.

Indicador	Fórmula	Relação esperada*	Fundamentação Teórica
Retorno sobre o Ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	N/A	Lehmann e Weigand (2000); Thomsen (2005); Carvalho-da-Silva e Leal (2005); Bhaghat e Bolton (2008); Ehikioya (2009); Vintilă e Gherghina (2012).
Q de Tobin	$\frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida Total}}{\text{Ativo Total}}$	N/A	Gompers, Ishii e Metrick (2003); Carvalho-da-Silva e Leal (2005); Brown e Caylor (2006); Bhaghat e Bolton (2008); Ehikioya (2009); Ammann, Oesch e Schmid (2011); Reyna, Vazquez e Valdés (2012); Vintilă e Gherghina (2012);
Tamanho	Ln (Ativo Total)	+	Thomsen (2005); Brown e Caylor (2006); Bhaghat e Bolton (2008); Klapper e Love (2004); Cataplan, Colauto e Barros (2013).
Alavancagem	$\frac{ELP + ECP}{\text{Ativo Total}}$	-	Black, Jang e Kim (2006); Brown e Caylor (2006); Bhaghat e Bolton (2008); Klapper e Love (2004); Cataplan, Colauto e Barros (2013).
Legalidade	Índice de Legalidade do PRS Group	+	Klapper e Love (2004).
Corrupção	Índice de Corrupção do PRS Group	+	Klapper e Love (2004); Claessens e Yurtoglu (2013).
Risco Político	Risco político estimado pelo PRS Group	-	Klapper e Love (2004); Cornelius (2005); Claessens e Yurtoglu (2013).
Risco Econômico	Risco Econômico estimado pelo PRS Group	-	Claessens e Yurtoglu (2013).
Risco Financeiro	Risco Financeiro estimado pelo PRS Group	-	Cornelius (2005); Bhaghat e Bolton (2008); Claessens e Yurtoglu (2013).
Índice de Governança Corporativa (IGC); e Direitos dos Acionistas (DA)	Índice de Governança desenvolvido a partir do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005); e a Dimensão “Direitos dos Acionistas” do referido modelo.	+	Gompers, Ishii e Metrick (2003); Klapper e Love (2004); Carvalho-da-Silva e Leal (2005); Black, Jang e Kim (2006); Cataplan, Colauto e Barros (2013).

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

*Relação esperada na explicação do desempenho financeiro.

N/A: Não aplicável à variável (variáveis dependentes).

As duas *proxies* definidas para o desempenho tomaram como fundamento os resultados de alguns trabalhos empíricos da temática. Com base em pesquisas como as de Lehmann e Weigand (2000), para o mercado alemão; e Carvalho-da-Silva e Leal (2005), para o mercado brasileiro, pôde-se definir o Retorno sobre o Ativo (ROA) como a primeira variável de desempenho a ser testada. A escolha do ROA, contudo, não ficou

limitada a esses dois trabalhos. Em um conjunto de pesquisas (KLAPPER; LOVE, 2004; BRAGA-ALVES; MOREY, 2012), em países emergentes e desenvolvidos, pôde-se perceber que a referida razão contábil foi utilizada em ambos os contextos (países emergentes e desenvolvidos), sem prejuízo de sua significância econômica.

A segunda *proxy* de desempenho definida foi o Q de Tobin. A justificativa da escolha, da mesma forma que o ROA, originou-se no campo empírico, com pesquisas como as de Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Brown e Caylor (2006). Apesar da dificuldade prática de se estimar o Q de Tobin, adotou-se como referência a aproximação com dados contábeis e de mercado já utilizada por outros autores. Em contraponto ao ROA, o Q de Tobin pode sugerir resultados de retorno com base em valores de mercado e fundamentos contábeis, dessa maneira, pode complementar o que se percebe a partir do ROA sem prejuízos para as conclusões do estudo.

Foram adotadas no presente trabalho, também, as variáveis tamanho, como medida do porte (em termos de ativos) das empresas e alavancagem, como medida do grau de endividamento – composição da estrutura de capital – das empresas da amostra. A justificativa das duas variáveis advém de resultados empíricos, conforme visto nas pesquisas de Black, Jang e Kim (2006) e Klapper e Love (2004), que utilizaram as referidas medidas como controle das regressões.

Por fim, com base nas pesquisas de Klapper e Love (2004) e Braga-Alves e Morey (2012), foram definidas como *proxies* para as diferenças institucionais as medidas de riscos institucionais (para países) projetadas pelo PRS (*Political Risk Services*) Group.

Salienta-se que as relações esperadas, em especial às das variáveis de risco obtidas junto ao PRS Group ©, devem ser interpretadas a partir da concepção da métrica, tal como apresentado no Quadro 3:

Quadro 3 – Variáveis dos Riscos Político-Institucionais.

Variável	Indicador	Descrição (PRS Group)
Legalidade	<i>Law and Order Index</i>	O índice é composto por dois componentes de igual impacto na métrica: (i) o componente lei (<i>law</i>) mede a força e imparcialidade do sistema legal, inclusive em decisões corporativas – internas e externas; e (ii) ordem (<i>order</i>), formatado a partir da observância, seja pelos cidadãos, corporações ou instituições, da Lei. O índice varia de 0 a 10, sendo 0 o pior nível e 10 o melhor nível.
Corrupção	<i>Corruption</i>	Baseado na eficiência da políticas interna, esta medida é formatada a partir da ação do governo ou de corporações que adotam critérios arbitrários e de influência política nas relações negociais. Similar ao índice <i>law and Order</i> , a variação é de 0 a 10, sendo 0 o pior nível e 10 o melhor nível.
Risco Político	<i>Political Risk Rating</i>	O índice é formatado a partir de informações sobre o perfil de investimentos do Governo, os níveis de conflitos internos e externos, corrupção das instituições, qualidade da contabilidade pública e qualidade da burocracia. Os níveis de risco podem variar de 100 (menor risco) a 0 (maior risco). Contudo, na prática, de acordo com o PRS em geral os níveis mais baixos estão situados entre 30 e 40.
Risco Econômico	<i>Economic Risk Rating</i>	O índice foi construído, de acordo com o PRS Group, a partir de indicadores como o Produto Interno Bruto, o valor dos ativos totais das empresas do país, a renda per capita, as taxas de inflação anual e o crescimento real do Produto interno Bruto. Segundo o PRS Group, o índice pode variar de 50 (pior nível de risco) a 0 (melhor nível de risco).
Risco Financeiro	<i>Financial Risk Rating</i>	Representa a capacidade do país (governo, empresas e famílias) de honrar seus compromissos financeiros internos e externos. É medido a partir da razão entre medidas que expressam as dívidas em relação às receitas e a estabilidade dos níveis de pagamento das dívidas. O índice varia de 50 (pior nível de risco) a 0 (melhor nível).

Fonte: Adaptado de PRS Group, 2013.

Ao todo, portanto, pode-se considerar que o presente trabalho adotou um total de 11 variáveis, sendo duas medidas de desempenho empresarial (ROA e Q de Tobin), 2 variáveis de controle (Alavancagem e Tamanho), duas *proxies* para a Governança Corporativa (IGC, segundo as configurações do modelo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e DA – a dimensão “Direitos dos Acionistas” do modelo em questão) e 5 *proxies* expressas como variáveis diferentes, em relação ao

risco político-institucional dos países (risco econômico, risco político, risco financeiro, índice de corrupção e índice de legalidade).

3.3 MODELOS ESTATÍSTICOS

A proposta de modelagem estatística do presente trabalho se baseou no que foi adotado, principalmente, nos trabalhos de Klapper e Love (2004), Silveira, Barros e Famá (2008), Baghat e Bolton (2008) e Cataplan, Colauto e Barros (2013). Optou-se, dessa maneira, pela utilização de modelos de regressão com dados em painel, por considerar as observações ao longo do tempo para o conjunto de dados disponíveis.

Inicialmente, procurou-se verificar, por meio do modelo de correlação de *Pearson*, a significância das relações entre as variáveis estudadas, inferindo assim alguns resultados preliminares. Em seguida foram executadas regressões com dados em painel, pelas abordagens de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Logo após as regressões foram executados os testes de Hausman, para verificação da robustez dos modelos de Efeitos Fixos *versus* Efeitos Aleatórios, o teste de Wooldridge para autocorrelação em regressões com dados em painel e o teste de Shapiro-Wilk para normalidade.

Os modelos de regressão estimados na pesquisa são apresentados por meio das equações de 1 a 4:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 IGC_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 RE_{it} + \beta_6 RP_{it} + \beta_7 LEG_{it} + \beta_8 COR_{it} + u_{it} + n_t \quad (1)$$

$$QT_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 IGC_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 RE_{it} + \beta_6 RP_{it} + \beta_7 LEG_{it} + \beta_8 COR_{it} + u_{it} + n_t \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 RE_{it} + \beta_6 RP_{it} + \beta_7 LEG_{it} + \beta_8 COR_{it} + u_{it} + n_t \quad (3)$$

$$QT_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 RE_{it} + \beta_6 RP_{it} + \beta_7 LEG_{it} + \beta_8 COR_{it} + u_{it} + n_t \quad (4)$$

Onde:

ROA_{it} = Retorno sobre o Ativo da empresa i no momento t ;

QT_{it} = Q de Tobin da empresa i no momento t ;

TAM_{it} = Tamanho da empresa i no momento t ;

$ALAV_{it}$ = Alavancagem da empresa i no momento t ;

IGC_{it} = Índice de Governança Corporativa da empresa i no momento t ;

DA_{it} = Variável derivada da dimensão “Direitos dos Acionistas”, do modelo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), da empresa i no momento t ;

RF_{it} = Risco Financeiro, associado à empresa i (com base no país) no momento t ;

RE_{it} = Risco Econômico, associado à empresa i (com base no país) no momento t ;

RP_{it} = Risco Político, associado à empresa i (com base no país) no momento t ;

LEG_{it} = Índice de Legalidade, associado à empresa i (com base no país) no momento t ;

COR_{it} = Índice de Corrupção, associado à empresa i (com base no país) no momento t ;

Para fins de testes, considerando os objetivos da pesquisa em questão, optou-se por adotar um conjunto de equações que permitissem, em primeiro lugar, analisar a relação entre desempenho e Governança Corporativa (a partir das variáveis QT e ROA, para desempenho; e IGC e DA, para Governança Corporativa) e testar a relação entre as variáveis definidas para os riscos político-institucionais aos quais as empresas podem estar submetidas e sua influência no desempenho, juntamente à Governança Corporativa.

Por fim, ressalta-se que, para evitar problemas relacionados à autocorrelação dos resíduos e à baixa robustez do modelo, decorrente de multicolinearidade, optou-se por regressões robustas através da matriz de White para correção da heterocedasticidade.

3.4 MODELO DE MENSURAÇÃO DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O modelo de mensuração da qualidade da Governança Corporativa adotado neste trabalho foi baseado na pesquisa de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), em que propuseram um índice de Governança Corporativa, por sua vez tendo como pilares metodológicos as concepções de outros estudos, principalmente internacionais. Cabe destacar que entre os trabalhos referenciais adotados na pesquisa de Klapper e Love (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Black, Jang e Kim (2006) ¹que também adotaram métricas próprias para concepção de um índice geral para comparar e testar a significância das práticas de Governança Corporativa sobre o desempenho das empresas.

Diferente de outros índices, o modelo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) não é baseado em uma *survey*, como nos casos de Black, Jang e Kim (2006), que utilizaram um *survey* empreendido pela KSE (*Korean Stock Exchange*, a bolsa de valores da Coreia do Sul), ou Klapper e Love (2004), que utilizaram os dados da instituição *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). No caso de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), os dados podem ser coletados a partir de divulgações feitas pelas próprias empresas, tais como relatórios anuais, atas de reuniões do conselho de administração e mesmo informações divulgadas através de instituições governamentais. Essas características do modelo foram determinantes na escolha metodológica da presente pesquisa.

Segundo Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), o modelo é capaz de prover o que os autores denominaram CGI (*Corporate Governance Index*), definindo dessa forma cada empresa como de “boa”, “média” ou “pobre” Governança Corporativa. Os indicadores que compõem o modelo, em um total de 15, foram definidos a partir da realidade local, isto é, o mercado brasileiro, adotando como premissas, recomendações do IBGC e da BM&F Bovespa, além do arcabouço teórico levantado sobre o tema da Governança Corporativa de países desenvolvidos. Apesar de ter sido desenvolvido com base no mercado brasileiro, o modelo foi aplicado, de maneira adaptada, por Garay *et. al.* (2006), no mercado venezuelano.

¹ O trabalho utilizado por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) foi o *working paper*. Os autores Black, Jang e Kim, contudo, publicaram o referido artigo no *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 22, No.2, no ano de 2006.

O modelo é dividido em quatro dimensões, quais sejam: Transparência, contendo 3 indicadores; Composição e funcionamento do Conselho de Administração, contendo 5 indicadores; Estrutura de propriedade e controle, composto de 4 indicadores e, por fim, Direitos dos Acionistas, com 3 indicadores.

O Quadro 4 apresenta as dimensões e os indicadores originalmente propostos no modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005):

Quadro 4 - Dimensões e indicadores do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005).

Transparência
1. A empresa produz os relatórios financeiros, anuais, até a data requerida?
2. A empresa adota procedimentos contábeis internacionais (IASB ou US GAAP)?
3. A empresa faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria?
Composição e funcionamento do Conselho de Administração
4. O Presidente do Conselho e o Presidente da empresa não são a mesma pessoa?
5. O conselho não é formado de <i>insiders</i> da empresa e acionistas controladores?
6. O conselho é formado por 5 a 9 membros?
7. Os membros servem ao conselho por meio de mandato de 1 ano?
8. Existe um conselho fiscal permanente?
Estrutura de Propriedade e Controle
9. Os acionistas controladores possuem menos que 50% das ações com direito a voto?
10. O percentual de ações votantes, em relação ao total de capital, é maior que 80%?
11. A razão entre os direitos sobre o fluxo de caixa, em relação aos direitos de voto, é maior ou igual a 1?
12. O <i>free-float</i> é maior ou igual ao que é requerido no “Novo Mercado” da BM&F Bovespa (25%)?
Direitos dos acionistas
13. O contrato social estabelece uma câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
14. O contrato social garante direitos adicionais além dos previstos legalmente?
15. A empresa garante <i>tag along</i> superior ao que é requerido legalmente?

Fonte: Adaptado de Carvalho-da-Silva e Leal (2005).

Devido às limitações da utilização de um conjunto de países, o modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), na presente pesquisa, foi adaptado, inclusive para preservar o tratamento isonômico da amostra. Além das limitações das diferenças entre os países foi necessário levar em conta a obtenção de informações a partir das bases de dados. Nesse sentido, foram mantidos um total de 10 indicadores, quais sejam: (a) Transparência – Indicadores 2 e 3; (b) Composição e funcionamento do Conselho de Administração – Indicadores 4, 6, 7 e 8; (c) Estrutura de Propriedade e Controle – Indicadores 9 e 10; e (d) Direitos dos Acionistas – Indicadores 13 e 15.

Os dados relacionados aos indicadores foram buscados, prioritariamente, na base de dados *online* do site Morningstar®, em seguida, no caso de informações ausentes, nos próprios portais específicos das empresas (relação com investidores, governança corporativa).

4 RESULTADOS

4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS

4.1.1 Análise dos constructos do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005)

Tendo como objetivo a verificação da confiabilidade do instrumento utilizado para mensurar a qualidade da Governança Corporativa foi aplicado o teste do alfa de Cronbach aos resultados do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005). Conforme explicam Tavakol e Dennick (2011), o Alfa de Cronbach testa a confiabilidade de um instrumento, sem necessariamente validar ou não o referido instrumento de pesquisa. Autores explicam que a interpretação do teste é razoavelmente simples: quão mais próximo de 1,00, menor o erro randômico associado à mensuração dos resultados do instrumento. Em alguns campos de estudo são aceitos valores do alfa entre 0,70 e 0,95, sendo confiável, por exemplo, constructos com Alfa maior ou igual a 0,70 em pesquisas sociais, e na área de saúde, constructos com Alfa de pelo menos 0,90.

O teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach, obtido a partir do SPSS, é apresentado para o conjunto de países na Tabela 2:

Tabela 2 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para amostra.

Constructos	Nº de variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Transparência	2	0,303	0,296	0,188	0,236	0,354
Conselho de Administração	4	0,161	0,108	0,507	0,497	0,313
Controle e Estrutura	2	0,426	0,511	0,145	0,651	0,223
Direitos dos acionistas	2	0,757	0,689	0,691	0,852	0,741
Total de variáveis	10	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Por meio da análise dos resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach, considerando-se o instrumento utilizado para estimação do Índice de Governança Corporativa (IGC), adotado no presente trabalho, pôde-se verificar que os constructos Transparência, Conselho de Administração e Controle e Estrutura apresentaram Alfas que sugerem baixa confiabilidade dos referidos constructos. Os supracitados constructos indicaram baixa confiabilidade, apresentando Alfas de 0,145 (erro randômico estimado em 0,978) até 0,511 (erro randômico estimado em 0,738). Apenas o constructo Direito dos Acionistas apresentou Alfas de confiabilidade aceitável, quando considerados a maioria dos anos de análise, apresentando Alfas de

0,689 (erro randômico estimado em 0,525) até 0,852 (erro randômico estimado em 0,274).

4.1.1.1 Brasil

Para verificar, de maneira análoga ao que foi executado com a amostra total, decidiu-se pela estimação dos Alfas de Cronbach para cada conjunto de países. O objetivo dessa análise foi constatar ou não diferenças do comportamento do instrumento, em termos de confiabilidade, para os países analisados no presente estudo. A Tabela 3 demonstra os resultados do Alfa de Cronbach, para o Brasil:

Tabela 3 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o Brasil.

Constructos	Nº de variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Transparência	2	0,344	0,264	0,544	0,573	0,380
Conselho de Administração	4	0,394	0,180	0,279	0,364	0,499
Controle e Estrutura	2	0,291	0,499	0,364	0,531	0,279
Direitos dos acionistas	2	0,674	0,681	0,673	0,649	0,764
Total de variáveis	10	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Os resultados do Alfa de Cronbach, para o Brasil, conforme apresentado na Tabela 3, sugeriram baixa confiabilidade para os constructos da Transparência, Conselho de Administração e Controle e Estrutura. Apenas o constructo dos Direitos dos Acionistas apresentou resultado marginalmente aceito (considerando-se um Alfa aceitável de 0,7 para pesquisas sociais), com Alfa variando de 0,649 a 0,764.

4.1.1.2 Chile

Da mesma forma que os resultados encontrados para o Brasil, no que se referiu ao teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach, a Tabela 4 apresenta as estimações para o Chile.

Tabela 4 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o Chile.

Constructos	Nº de variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Transparência	2	0,064	0,492	0,138	0,287	0,825
Conselho de Administração	4	0,252	0,524	0,777	0,287	0,867
Controle e Estrutura	2	0,414	0,576	0,681	0,055	0,106
Direitos dos acionistas	2	0,642	0,586	0,649	0,789	0,663
Total de variáveis	10	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Os resultados do Alfa de Cronbach, para o Chile, de acordo com o que foi apresentado na Tabela 4, indicaram baixa confiabilidade para os constructos da Transparência, Conselho de Administração e Controle e Estrutura. Mesmo o constructo dos Direitos dos Acionistas apresentou resultados apenas marginalmente aceitos (considerando-se um Alfa aceitável de 0,7 para pesquisas sociais), com Alfa variando de 0,586 a 0,789. Ressalta-se que, no caso do Chile, o Alfa de Cronbach mínimo (no ano de 2009) pode indicar que até mesmo esse constructo apresentou indicadores de baixa confiabilidade.

4.1.1.3 México

De forma similar ao Brasil e ao Chile, para verificar o comportamento do modelo com as empresas do México, no período de 2008 a 2012, foi estimado o Alfa de Cronbach para cada constructo. A Tabela 5 apresenta os resultados do teste de confiabilidade:

Tabela 5 - Resultados do teste de confiabilidade do Alfa de Cronbach para o México.

Constructos	Nº de variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Transparência	2	0,500	0,559	0,410	0,972	0,600
Conselho de Administração	4	0,542	0,372	0,046	0,563	0,074
Controle e Estrutura	2	0,973	0,892	0,655	0,729	0,601
Direitos dos acionistas	2	0,655	0,973	0,688	0,653	0,743
Total de variáveis	10	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Diferente dos casos do Brasil e do Chile, o México apresentou baixos resultados apenas para os constructos da Transparência e Conselho de Administração. Os constructos dos Direitos dos Acionistas e Controle e Estrutura apresentaram resultados marginalmente confiáveis, variando, o primeiro, de 0,601 a 0,973 e o segundo de 0,653 a 0,973.

Os resultados para cada país e, na totalidade da amostra, sugeriram que o instrumento se comportou apenas de maneira regular na mensuração dos resultados do modelo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). Salienta-se, contudo, que a adaptação do modelo e mesmo a composição da amostra podem ter implicações fortes nas estimações. As implicações dos resultados do teste de confiabilidade do Alfa de

Cronbach levaram à decisão, por sua vez, de regredir os modelos considerando também a dimensão Direitos dos Acionistas como *proxy* para Governança Corporativa.

4.1.2 Estatísticas Descritivas

Esta seção do trabalho objetivou registrar a análise exploratória dos dados, permitindo, dessa forma, obter resultados preliminares sobre o comportamento da amostra, no que se refere à Governança Corporativa e ao desempenho financeiro.

A Tabela 6 expõe os percentuais, por ano, de empresas com “Boa”, “Média” e “Frac” Governança Corporativa, conforme definição de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). As empresas com “Boa” Governança representam aquelas que apresentaram pontuação, relativa ao IGC, igual ou maior a 8 pontos, as empresas com “Média” Governança apresentaram pontuação igual ou maior a 5 pontos e menor ou igual a 7 pontos e, finalmente, as empresas definidas como de “Frac” Governança apresentaram pontuação igual ou menor a 4 pontos.

Tabela 6 - Distribuição de frequência para o IGC do Brasil, Chile e México.

Classificações	Brasil					
	2008	2009	2010	2011	2012	Média
“Boa” Governança	0,038	0,038	0,144	0,300	0,056	0,115
“Média” Governança	0,781	0,388	0,625	0,519	0,513	0,565
“Frac” Governança	0,181	0,575	0,231	0,181	0,431	0,320
Classificações	Chile					
	2008	2009	2010	2011	2012	Média
“Boa” Governança	0,385	0,288	0,154	0,154	0,404	0,277
“Média” Governança	0,519	0,442	0,500	0,635	0,327	0,485
“Frac” Governança	0,385	0,288	0,154	0,154	0,404	0,277
Classificações	México					
	2008	2009	2010	2011	2012	Média
“Boa” Governança	0,000	0,027	0,027	0,270	0,054	0,076
“Média” Governança	0,270	0,541	0,243	0,351	0,541	0,389
“Frac” Governança	0,730	0,432	0,730	0,378	0,405	0,535

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

A análise da Tabela 6 permitiu verificar que o país que apresentou empresas com os melhores níveis de Governança foi o Chile (média de 27,7% das empresas foram enquadradas como possuindo “Boa” Governança, mínimo de 15,4% e máximo de 40,4%), em seguida o Brasil figura como possuindo em média 11,5% das empresas com “Boa” Governança, com percentuais mínimo e máximo, respectivamente, de 3,8% e

30,0%. O México, por fim, apresentou 7,6% de empresas com “Boa” Governança, com percentual mínimo de 0% e máximo de 27,0%.

No que se referiu às empresas classificadas como de “Média” Governança, o Brasil apresentou uma média de 56,5%, enquanto o Chile apresentou um percentual médio de 48,5% e o México, por fim, figurou com 38,9% das empresas possuindo “Média” Governança. No tocante à “Frac” Governança, o país que apresentou mais empresas nessa classificação foi o México (com 53,5%), seguido do Brasil (32,0%) e, por fim, o Chile (27,7%).

No geral, portanto, pôde-se observar que a Governança melhorou com o passar dos anos, a exceção do ano de 2009, em que os resultados indicaram que empresas do Brasil e Chile pioraram seus níveis de Governança. O México, contudo, manteve a aparente tendência de melhorar. Uma possível explicação para esses resultados é que o período de crise pode ter levado à extinção de algumas corporações e a redução de práticas de transparência de outras empresas ameaçadas. Da mesma maneira, conforme observado no México, é possível que outras corporações possam ter fortalecido seus níveis de Governança.

As frequências apresentadas, consideradas junto às médias obtidas no período, sugerem que o país que apresentou os níveis mais elevados de Governança Corporativa, para os anos de 2008 a 2012, foi o Chile. O Brasil, de maneira geral, apresentou níveis medianos de Governança Corporativa e o México, por sua vez, apresentou os níveis mais baixos de Governança. De uma maneira geral, a amostra total pode ser ilustrada, em termos de classificação das empresas em relação à Governança Corporativa, conforme a Tabela 7:

Tabela 7 - Governança Corporativa, por meio do IGC, para amostra total.

Classificações	Amostra Total					
	Médias anuais					Média no período
	2008	2009	2010	2011	2012	
“Boa” Governança	0,305	0,494	0,289	0,205	0,422	0,343
“Média” Governança	0,651	0,422	0,542	0,518	0,478	0,522
“Frac” Governança	0,305	0,494	0,289	0,205	0,422	0,343

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

A Tabela 7 indica que, em média, 34,3% das empresas da amostra puderam ser classificadas como detentoras de “Boa” Governança Corporativa. Esse percentual, contudo, deve ser considerado, salientando-se que houve um avanço de 2008 para 2009, mas, um retrocesso nos anos de 2010 e 2011, voltando a aumentar em 2012.

No tocante à “Média” Governança, pelo menos 52,2% das empresas puderam ser classificadas dessa maneira. Novamente salienta-se à questão da distribuição: o percentual relativo diminuiu de 2008 até 2012. Por fim, no que se referiu à classificação de “Frac” Governança, cerca de 34,3% das empresas da amostra foram assim classificadas, percentual que, no período, variou de um mínimo de 20,5%, em 2011, até o máximo de 49,4%, em 2009.

As análises descritivas foram executadas, em seguida, para o conjunto de variáveis presentes no estudo. Dessa forma, ROA, Q de Tobin, Tamanho, Alavancagem, o IGC e a dimensão Direitos dos Acionistas foram analisadas a partir do comportamento da média, mediana, desvio-padrão, valores máximos e mínimos e o coeficiente de variação. Ressalta-se que as medidas de riscos financeiro, econômico e político e os índices de legalidade e corrupção foram analisadas a parte.

A Tabela 8 apresenta informações sobre as variáveis ROA, Tamanho, Alavancagem, IGC e Direitos dos Acionistas, para as empresas Brasileiras, Chilenas e Mexicanas:

Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis financeiras e de GC da amostra.

Estatísticas Descritivas	Brasil					
	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA
Média	0,034	1,540	13,313	0,869	5,335	1,028
Mediana	0,041	1,193	13,339	0,615	5,000	1,000
Desvio-Padrão	0,132	1,173	2,239	1,112	1,650	0,624
Máximo	0,749	13,645	19,684	9,068	9,000	2,000
Mínimo	-1,698	0,326	5,817	0,000	2,000	0,000
Coeficiente de Variação	3,897	0,762	0,168	0,708	0,937	0,608
Estatísticas Descritivas	Chile					
	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA
Média	0,070	1,319	13,098	0,272	5,727	0,769
Mediana	0,053	0,998	13,138	0,188	6,000	1,000
Desvio-Padrão	0,108	1,167	2,279	0,230	1,867	0,756
Máximo	0,922	9,923	19,684	0,924	9,000	2,000
Mínimo	-0,393	0,081	6,184	0,000	1,000	0,000
Coeficiente de Variação	1,554	0,885	0,174	0,848	0,326	0,983
Estatísticas Descritivas	México					
	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA
Média	0,033	1,282	11,150	0,550	4,600	0,578
Mediana	0,039	1,127	11,251	0,545	4,000	0,000
Desvio-Padrão	0,067	0,623	0,354	0,601	1,585	0,798
Máximo	0,180	4,359	11,594	8,085	9,000	2,000
Mínimo	-0,412	0,477	10,674	0,048	2,000	0,000
Coeficiente de Variação	2,033	0,486	0,032	1,092	0,345	1,379

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Em termos de desempenho, com as *proxies* ROA e Q de Tobin, verificou-se que o desempenho médio mais alto, pelo ROA, foi o das empresas chilenas (0,070), seguidas das empresas brasileiras (0,034) e, bem de próximo, das empresas mexicanas (com uma média de 0,033). Com base na mediana dos dados, o país que apresentou o maior ROA foi ainda o Chile (0,053), seguido do Brasil (0,041) e, por fim, o México (0,039). O ROA obtido para cada país apresentou, como desvio-padrão, respectivamente para o Brasil, Chile e México, valores de 0,132, 0,108 e 0,067. Complementar a esses resultados, uma maneira de se observar a variação em relação à média é através do coeficiente de variação, que apresentou valores de 3,897 para o Brasil, 1,554 para o Chile e 2,033 para o México.

Com essas estimativas, pode-se dizer que o Brasil apresentou dados mais heterogêneos, o que se pode visualizar a partir dos valores mínimo (-1,698) e máximo (0,749), a contrapartida, ou seja, o país que apresentou dados mais homogêneos foi o Chile, também passível de visualização através dos valores mínimo (-0,393) e máximo (0,922).

No tocante ao Q de Tobin, a média mais alta foi verificada no Brasil (1,540), seguido do Chile (1,319) e, por fim, o México (1,282). A mediana verificada, por sua vez, foi de 1,193 para o Brasil, 1,127 para o México e 0,998 para o Chile. Uma vez que a mediana permite visualizar, estatisticamente, que metade da amostra apresentou valores superiores e a outra metade valores inferiores ao estimador de tendência central.

Com maior precisão pode-se dizer que em relação ao Q de Tobin o desempenho mais alto foi o do Brasil, seguido do México e Chile. Pela análise do coeficiente de variação, contudo, foi possível observar que os dados mais homogêneos foram os do México (0,486) e os dados mais heterogêneos foram, novamente, os do Chile (0,885).

Para as variáveis referentes ao Tamanho e à Alavancagem, por sua vez, observou-se que as empresas maiores são, em média, as do Brasil (13,313), em seguida as do Chile (13,098) e, por fim, as menores empresas estão no México (11,150). Por meio da análise da mediana, pôde-se observar o mesmo comportamento (Brasil figurando com as empresas maiores e as menores empresas no México). No tocante à heterogeneidade dos dados, os dados mais homogêneos foram os do Brasil e os mais heterogêneos foram os do México. Em relação à Alavancagem, as empresas mais alavancadas estão no Brasil, seguido, respectivamente, do México e Chile.

Por fim, no tocante ao desenvolvimento da Governança Corporativa nos países investigados, foi possível observar que a média de pontuação, do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005), foi de 5,335 para o Brasil e 5,727 para o Chile, valores aparentemente próximos. O México, por sua vez, apresentou pontuação média de 4,600. A partir da análise da mediana, notou-se, contudo, que a pontuação do Chile (6,000) foi superior ao Brasil (5,000) e México (4,000). Os valores máximos e mínimos, de pontuação no modelo, foram, respectivamente para o Brasil, 9,000 e 2,000, para o Chile, 9,000 e 1,000 e México, 9,000 e 2,000. Por meio da análise do coeficiente de variação, que diz respeito à homogeneidade da amostra, o Brasil apresentou o maior coeficiente (0,937), sendo a amostra mais heterogênea, seguido do México (0,345) e do Chile (0,326).

Em relação à variável “Direitos dos Acionistas” (uma das dimensões do modelo de Carvalho-da-Silva e Leal (2005)), pôde-se observar que a maior média se deu no Brasil (1,028), seguido do Chile (0,769) e México (0,578). O coeficiente de variação permitiu observar, por sua vez, que a amostra mais heterogênea foi a do México (1,379), seguido do Chile (0,983) e Brasil (0,608).

As estatísticas descritivas da amostra, como um todo, são apresentadas na Tabela 9:

Tabela 9 - Estatísticas descritivas para amostra total.

Estatísticas Descritivas	Amostra Total					
	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA
Média	0,041	1,456	13,443	0,697	5,308	0,907
Mediana	0,043	1,160	13,509	0,552	5,000	1,000
Desvio-Padrão	0,120	1,113	2,260	0,959	1,719	0,704
Máximo	0,922	13,645	19,684	9,068	9,000	2,799
Mínimo	-1,698	0,081	5,817	0,000	1,000	0,000
Coeficiente de Variação	2,920	0,764	0,168	0,793	0,942	0,776

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Decorreu da análise das estatísticas descritivas da amostra, que as empresas investigadas apresentaram níveis intermediários, em média, de Governança Corporativa (média de 5,308) e baixos níveis de Direitos dos Acionistas (0,907). Fez-se necessário, contudo, levar em consideração a heterogeneidade da amostra (coeficiente de variação de 0,776 para os Direitos dos Acionistas e 0,942 para o IGC).

Uma vez que as variáveis “risco financeiro”, “risco econômico”, “risco político”, “legalidade” e “corrupção” se tratam, em sua concepção metodológica, de

médias anuais, optou-se por apresentar os valores registrados no período de 2008 a 2012 nas Tabelas 10, 11, 12 e 13:

Tabela 10 - Indicadores político-institucionais do Brasil.

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Risco Financeiro	32,500	42,500	42,000	40,500	38,500
Risco Econômico	37,500	33,500	38,000	36,000	35,500
Risco Político	68,500	69,000	69,000	68,000	68,500
Legalidade	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Corrupção	3,000	3,000	3,000	3,000	2,500

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Tabela 11 - Indicadores político-institucionais do Chile.

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Risco Financeiro	35,000	39,500	39,500	39,500	40,500
Risco Econômico	41,000	33,000	39,500	42,500	40,000
Risco Político	78,500	78,000	77,000	74,000	74,500
Legalidade	5,000	5,000	4,500	4,500	4,500
Corrupção	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Tabela 12 – Indicadores político-institucionais do México.

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012
Risco Financeiro	38,000	42,500	41,000	40,000	41,500
Risco Econômico	37,500	27,000	37,000	38,000	37,500
Risco Político	72,500	70,000	68,500	68,000	68,500
Legalidade	2,500	2,000	2,000	2,000	1,500
Corrupção	2,000	2,500	2,500	2,000	2,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Tabela 13 - Indicadores político-institucionais da Amostra total.

Variáveis	2008	2009	2010	2011	2012	Período
Risco Financeiro	35,167	41,500	40,833	40,000	40,167	39,533
Risco Econômico	38,667	31,167	38,167	38,833	37,667	36,900
Risco Político	73,167	72,333	71,500	70,000	70,500	71,500
Legalidade	3,167	3,000	2,833	2,833	2,833	2,900
Corrupção	3,167	3,333	3,333	3,167	3,000	3,200

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Pôde-se observar, com o auxílio das Tabelas 10, 11, 12 e 13 que os melhores níveis de risco financeiro (mais baixo) encontram-se no México, seguido do Brasil e, por fim, do Chile. No que se referiu ao Risco Econômico, o país que apresentou os melhores indicadores foi o Chile, seguido, respectivamente, do Brasil e do México. No tocante ao risco político, encerrando as medidas de Risco, o país que apresentou as maiores pontuações (e, por consequência, os melhores indicadores no período) foi o Chile, seguido do México e Brasil, respectivamente.

Ainda em relação às medidas de Risco, Legalidade e Corrupção, foi possível observar que os melhores indicadores de Legalidade são os apresentados pelo Chile. Notou-se, nesse indicador, que, no período considerado, o México e o Brasil apresentaram níveis equivalentes de Legalidade, configurando-se o México como detentor de uma classificação superior ao Brasil apenas em 2008, enquanto o Brasil apenas superou o México em 2012. Nos demais anos os dois países foram classificados com pontuações iguais.

A métrica de Corrupção, similar ao indicador de Legalidade, indicou que o país com menores níveis de Corrupção, no período, foi o Chile, seguido do Brasil e do México, respectivamente. O conjunto de indicadores, nesse sentido, pôde indicar que o país mais desenvolvido da amostra, no tocante ao Risco Financeiro, Econômico e Político, foi Chile (melhores indicadores Econômicos e Políticos), em relação às métricas para Legalidade e Corrupção, novamente o Chile apresentou melhores indicadores. A partir dessas observações, foi possível definir, de maneira razoável, que o país que apresentou os melhores indicadores de risco e desempenho da amostra foi o Chile, seguido do Brasil e do México.

4.1.3 Análise das Correlações

O intuito das análises de correlações, nesta pesquisa, foi identificar possíveis relações não causais entre os níveis de Governança Corporativa e as métricas de desempenho (em especial o Q de Tobin e ROA). Dessa maneira, foram executadas correlações, com testes de significância para 5% e 1%, com base no modelo de *Pearson*.

A Tabela 14 apresenta os resultados para o ano de 2008:

Tabela 14 – Matriz de Correlações de Pearson (amostra total: 2008).

	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA	RF	RE	RP	LEG	COR
ROA	1,000										
QT	0,122*	1,000									
TAM	-0,053	-0,038	1,000								
ALAV	-0,060	0,069	0,021	1,000							
IGC	0,138*	0,211**	-0,120	0,130*	1,000						
DA	0,050	0,150*	-0,017	0,111	0,480**	1,000					
RF	-0,112	0,159*	-0,104	0,290**	0,261**	0,380**	1,000				
RE	-0,170**	0,137*	-0,013	0,322**	0,060	0,128*	0,820**	1,000			
RP	0,115	-0,152*	0,103	-0,290**	-0,261**	-0,380**	-1,000**	-0,822**	1,000		
LEG	0,042	-0,140*	0,148*	-0,200**	-0,355**	-0,482**	-0,908**	-0,517**	0,908**	1,000	
COR	0,170**	-0,069	-0,080	-0,251**	0,161*	0,171**	-0,372**	-0,822**	0,371**	-0,050	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observações: *: Significância a 1%; **: Significância a 5%.

Pôde-se observar que, no ano de 2008, a correlação entre o IGC e o ROA foi positiva e significativa a 1%, apresentando um coeficiente de 0,138. Também foi encontrada correlação positiva e significativa entre o IGC e o Q de Tobin, com significância a 5% (coeficiente de 0,211). A variável “Direitos dos Acionistas”, por sua vez apresentou correlação significativa (a 5%) apenas para o Q de Tobin (coeficiente de 0,150). De maneira complementar, foi possível verificar que tanto o IGC quanto a variável “Direito dos Acionistas”, também estão correlacionadas, de maneira significativa, com as variáveis “risco financeiro”, “risco econômico”, “risco político”, “legalidade” e “corrupção”.

Os resultados sugerem, dessa maneira, que ao menos no ano de 2008 foi possível identificar relações, positivas e significantes, entre desempenho – expresso pelas variáveis ROA e Q de Tobin – e as variáveis IGC e Direitos dos Acionistas.

Como continuidade as análises das Correlações de *Pearson*, a Tabela 15 apresenta a matriz de coeficientes de correlações encontrados para o ano de 2009:

Tabela 15 – Matriz de Correlações de *Pearson* (amostra total: 2009).

	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA	RF	RE	RP	LEG	COR
ROA	1,000										
QT	0,236**	1,000									
TAM	-0,033	-0,058	1,000								
ALAV	0,026	0,096	0,038	1,000							
IGC	0,436**	0,120*	0,034	-0,088	1,000						
DA	0,182**	-0,064	0,123	-0,125*	0,400**	1,000					
RF	-0,110	0,210**	0,028	0,368**	-0,276**	-0,133*	1,000				
RE	0,021	0,205**	-0,098	0,260**	-0,130*	-0,070	0,517**	1,000			
RP	0,040	-0,238**	0,037	-0,350**	0,222**	0,111	-0,828**	-0,908**	1,000		
LEG	0,110	-0,210**	-0,028	-0,360**	0,275**	0,133*	-1,000**	-0,514**	0,828**	1,000	
COR	0,040	-0,230**	0,037	-0,355**	0,222**	0,111	-0,828**	-0,908**	1,000**	0,828**	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: *: Significância a 1%; **: Significância a 5%.

Com base na Tabela 16, foi possível, novamente, identificar correlações positivas e significativas entre as *proxies* para Governança Corporativa e o desempenho financeiro das empresas da amostra. No que se referiu à variável IGC, foi identificado um coeficiente de correlação de 0,436, a 5% de significância, com o ROA e 0,120, com significância de 1% com o Q de Tobin. A variável “Direitos dos Acionistas”, por sua vez, apresentou relação apenas com o ROA, figurando com um coeficiente de 0,182, em nível de significância de 1%. As variáveis de risco (financeiro, econômico e político) e de corrupção e legalidade, no entanto, apresentaram relações com significância estatística apenas para a variável IGC. A variável “Direitos dos Acionistas”, dessa vez, apresentou correlação significativa apenas com o Risco Financeiro e com o indicador de Legalidade.

A Tabela 16 apresenta os resultados do modelo de correlação de *Pearson* para o ano de 2010, sinalizando-se o nível de significância e os coeficientes.

Tabela 16 – Matriz de Correlações de Pearson (amostra total: 2010).

	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA	RF	RE	RP	LEG	COR
ROA	1,000										
QT	0,290**	1,000									
TAM	0,011	-0,136*	1,000								
ALAV	-0,014	-0,030	0,182**	1,000							
IGC	0,261**	0,240**	0,046	-0,114	1,000						
DA	-0,081	-0,074	-0,009	0,210**	0,415**	1,000					
RF	0,098	0,037	-0,105	-0,311**	0,292**	0,080	1,000				
RE	0,098	0,037	-0,105	-0,311**	0,292**	0,080	1,000**	1,000			
RP	0,065	-0,060	0,020	-0,300**	-0,118	-0,616**	-0,051	-0,051	1,000		
LEG	0,120	-0,003	-0,079	-0,435**	0,184**	-0,274**	0,828**	0,828**	0,517**	1,000	
COR	0,101	-0,041	-0,025	-0,400**	0,013	-0,539**	0,372**	0,372**	0,908**	0,828**	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: *: Significância a 1%; **: Significância a 5%.

As correlações identificadas no ano de 2010, dessa vez, diferentemente dos anos anteriores, não sugeriram relação entre as duas *proxies* para Governança Corporativa e o desempenho financeiro: apenas o IGC apresentou correlação positiva e significativa com o ROA e o Q de Tobin. O coeficiente de correlação do IGC com o ROA foi de 0,261, com significância de 1%, enquanto do IGC com o Q de Tobin foi de 0,240, com significância de 1%. A variável Direito dos Acionistas, contudo, não apresentou relação significativa com as variáveis de desempenho. Notou-se, da mesma forma, que neste ano não existiu correlação significativa entre a referida variável e as medidas de risco (financeiro, econômico e político) e corrupção e legalidade. O IGC, contudo, manteve correlação, como nos anos anteriores, com as medidas de risco (financeiro e econômico) e legalidade.

Esses resultados, apesar de se apresentarem como evidências da relação entre desempenho e Governança Corporativa, não seguiram o padrão dos anos anteriores (em que a variável “Direitos dos Acionistas” também foi positiva e significativa). Salienta-se, contudo, que a variável “Direitos dos Acionistas” e IGC não são fortemente correlacionadas e a primeira se refere, desde o modelo, a uma única dimensão do IGC.

De maneira análoga às fases anteriores, a Tabela 17 apresenta os coeficientes de correlação de *Pearson* para o ano de 2011.

Tabela 17 – Matriz de Correlações de Pearson (amostra total: 2011).

	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA	RF	RE	RP	LEG	COR
ROA	1,000										
QT	0,338**	1,000									
TAM	0,033	0,004	1,000								
ALAV	-0,091	0,029	0,121	1,000							
IGC	0,685**	0,360**	0,041	0,003	1,000						
DA	0,122*	0,090	-0,159*	0,111	0,315**	1,000					
RF	-0,081	0,054	-0,033	0,318**	0,173**	0,302**	1,000				
RE	0,123	-0,074	-0,095	-0,396**	-0,149*	-0,339**	-0,908**	1,000			
RP	0,144*	-0,079	-0,195*	-0,380**	-0,073	-0,287**	-0,517**	0,820**	1,000		
LEG	0,144*	-0,079	-0,185*	-0,380**	-0,073	-0,287**	-0,517**	0,820**	1,000**	1,000	
COR	0,115	-0,057	-0,179**	-0,240**	0,028	-0,137*	0,051	0,372**	0,828**	0,828**	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: *: Significância a 1%; **: Significância a 5%.

A partir da Tabela 18, foi possível observar a correlação existente entre as métricas de desempenho financeiro e de Governança Corporativa para o ano de 2011. Novamente foi possível verificar relações positivas e significantes entre a variável IGC e o Q de Tobin e ROA, com coeficientes, respectivamente, de 0,685 (significante a 1%) e 0,360 (significante a 1%). A variável Direito dos Acionistas, por sua vez, não se correlacionou de maneira significativa com o Q de Tobin, apresentando coeficiente positivo e significativo com o ROA (0,122) a 5%.

Em relação às métricas de risco (financeiro, econômico e político) e corrupção e legalidade, a variável “Direitos dos Acionistas” só apresentou correlação significativa com todas as referidas variáveis. A variável IGC, contudo, apresentou correlação significativa apenas com as variáveis dos riscos financeiro e econômico.

Observou-se, novamente, razoável evidência de que existe relação entre o desempenho financeiro e maiores níveis de Governança Corporativa, embora não se façam inferências sobre a causalidade.

Por fim, a Tabela 18 apresenta os resultados das correlações de *Pearson* para o último ano do período de estudo, 2012:

Tabela 18 – Matriz de Correlações de *Pearson* (amostra total: 2012).

	ROA	QT	TAM	ALAV	IGC	DA	RF	RE	RP	LEG	COR
ROA	1,000										
QT	0,365**	1,000									
TAM	0,058	0,067	1,000								
ALAV	-0,102	0,035	0,027	1,000							
IGC	0,390**	0,210**	0,008	-0,125	1,000						
DA	0,310**	0,214**	0,018	-0,008	0,530**	1,000					
RF	0,165**	-0,080	0,043	-0,270**	0,114	0,012	1,000				
RE	-0,055	0,152*	0,170**	0,230**	-0,168**	0,041	0,050	1,000			
RP	0,152*	-0,175**	-0,121	-0,356**	0,208**	-0,029	0,517**	-0,828**	1,000		
LEG	0,180**	-0,138*	-0,031	-0,350**	0,174**	-0,007	0,900**	-0,372**	0,828**	1,000	
COR	0,085	-0,152*	-0,170**	-0,238**	0,168**	-0,041	-0,051	-1,000**	0,828**	0,382**	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: *: Significância a 1%; **: Significância a 5%.

A partir das correlações de *Pearson*, para o ano de 2012, foi possível constatar, novamente, relações entre o desempenho financeiro e as *proxies* para Governança Corporativa. O IGC se correlacionou, positiva e de maneira significativa, com o ROA (0,390 a 1%) e o Q de Tobin (0,210 a 1%), da mesma forma, diferentemente dos períodos anteriores, a variável “Direitos dos Acionistas”, também se correlacionou de maneira significativa com as duas *proxies* para o desempenho, sendo os coeficientes, para o ROA e Q de Tobin, respectivamente, 0,310 e 0,214, ambos a 1%.

No que diz respeito às variáveis que buscaram diferenciar institucionalmente os países (Riscos Financeiro, Econômico e Político, Corrupção e Legalidade), no ano de 2012, a amostra permitiu a observação de correlações significantes apenas do IGC com as variáveis dos riscos “econômico”, “político”, “corrupção” e “legalidade”. A variável “Direitos dos Acionistas”, contudo, não apresentou correlação significativa com qualquer uma dessas variáveis.

Esses resultados indicaram que no ano de 2012 há evidências de que práticas consideradas como boas para a Governança Corporativa das empresas apresentaram uma relação direta com níveis superiores de desempenho financeiro, quando expresso pelas variáveis ROA e Q de Tobin. De maneira ampla, os resultados dos anos 2008 a 2012, apresentados pelas Tabelas 15 a 18, indicaram que, a despeito da investigação da causalidade, a Governança Corporativa das empresas do Brasil, Chile e México, no conjunto, apresentou uma relação positiva e significativa com o desempenho financeiro das mesmas corporações. Outra possível observação, estatística, é a de

existência de multicolineariedade das variáveis, dado o comportamento das variáveis de risco.

Comparativamente, estudos anteriores que levantaram informações sobre países emergentes, como os de Black, Carvalho e Gorga (2012) e Claessens e Yutorglu (2013) puderam servir de base para confirmar a relação (esperada), entre desempenho financeiro e Governança Corporativa. Os achados de pesquisas anteriores, contudo, indicaram que características das firmas possuíam correlação significativa com a Governança Corporativa e o desempenho financeiro, a exemplo de variáveis como o tamanho e os níveis de endividamento (expressos, na atual pesquisa, por meio da variável Alavancagem). Na presente pesquisa, essas evidências foram refutadas, nos modelos de correlação, para ambas as variáveis. Esses resultados, portanto, seguiram o mesmo sentido dos achados empíricos de Braga-Alves e Morey (2012) e Klapper e Love (2004).

4.2 ANÁLISES DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Uma vez realizadas as análises sobre as estatísticas descritivas e as correlações, optou-se – a exemplo do que Klapper e Love (2004), Black, Jang e Kim (2006), Silveira, Barros e Famá (2008) e Cataplan, Colauto e Barros (2013) procederam em suas análises – com diagnósticos sobre a significância das relações testadas por meio de modelos de regressão linear multivariada.

Considerando-se, por sua vez, efeitos fixos e efeitos aleatórios como métodos de estimação, o roteiro das análises de regressão foi: (i) testar a normalidade dos resíduos, a partir do teste de Shapiro-Wilk; (ii) testar a autocorrelação a partir do teste de Wooldridge para dados em painel; (iii) testar a heterocedasticidade por meio do teste de Wald modificado; e (iv) verificar, diante das regressões com efeitos fixos e efeitos aleatórios, por meio do teste de Hausman, qual das duas abordagens se configura como a mais adequada aos dados.

Antes de prosseguir, contudo, fez-se necessário verificar, através de regressões múltiplas, a necessidade de estimar modelos para cada país. Para isso, regrediram-se os modelos com o acréscimo de uma variável *dummy* para o país. Em caso de significância, optar-se-ia por estimar modelos individuais para cada país, caso contrário, a amostra como um todo seria razoavelmente aceitável para investigação das hipóteses de estudo.

A Tabela 19 apresenta os resultados das regressões contendo a variável *dummy* do país (para testar a sensibilidade das estimações ao país), considerando a *proxy* para Governança Corporativa do IGC:

Tabela 19 - Regressões com a variável Dummy (país): IGC

Painel A: Estatísticas das variáveis								
Variáveis independentes	Variáveis dependentes							
	ROA (EF)	p-Valor	ROA (EA)	p-Valor	QT (EF)	p-Valor	QT (EA)	p-Valor
Tamanho	0,020	0,890	0,005	0,142	0,042	0,500	-0,012	0,518
Alavancagem	-0,008	0,520	-0,010	0,201	-0,044	0,488	-0,032	0,290
IGC	0,010*	0,001	0,014*	0,000	0,021	0,266	0,054**	0,016
Dummy (País)	0,006	0,323	0,006	0,442	0,003	0,682	-0,140	0,098
RF	-0,020**	0,014	-0,008**	0,023	0,056*	0,010	0,021*	0,000
RE	-0,004	0,546	-0,013	0,776	0,019	0,259	0,031	0,124
RP	-0,011**	0,045	-0,006**	0,019	-0,046**	0,004	0,099**	0,023
Legalidade	0,040**	0,218	0,055	0,083	-0,388**	0,004	-0,135**	0,015
Corrupção	0,029**	0,011	0,042**	0,034	0,048	0,351	-0,024	0,809
Constante	-0,746	0,296	-0,733	0,230	-4,989**	0,029	-3,416**	0,015

Painel B: Estatísticas do modelo					
Teste F/ Wald	0,002		0,000	0,000	0,000
R ² (within)	0,090		0,030	0,010	0,015
R ² (between)	0,055		0,070	0,005	0,003
R ² (overall)	0,104		0,098	0,008	0,011
Estatística do Teste de Hausman (χ^2)	160,710			122,520	
Teste de Hausman (p-Valor)	0,000			0,000	

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: Regressões robustas com matriz de White para correção da heterocedasticidade;

*: Significante a 1%; **: Significante a 5%.

Por meio da análise de regressões múltiplas apresentadas na Tabela 19 foi possível verificar que a variável *dummy* (País) não foi significativa, seja no modelo de efeitos fixos ou no modelo de efeitos aleatórios. Observou-se, inclusive, que o teste de Hausman permitiu a rejeição da hipótese nula ($H_0 = \beta_{EF} - \beta_{EA}$ / a diferença nos coeficientes não é sistemática), ou seja, o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado para estimação.

Essa observação, contudo, não prejudicou a análise anterior: a variável *dummy* apresentou, no modelo que tem como variável dependente o ROA, para efeitos aleatórios, um coeficiente de 0,006, sem significância tolerável (p-Valor = 0,323); no modelo configurado com a variável dependente Q de Tobin, por sua vez, o modelo de efeitos aleatórios apresentou um coeficiente de -0,140, para a referida *dummy*, com um p-Valor calculado em 0,098, mais uma vez, sem significância plausível.

A Tabela 20, por sua vez, apresenta os resultados das regressões contendo também a variável *dummy* do país, mas, dessa vez considerando como *proxy* para Governança Corporativa a variável Direitos dos Acionistas:

Tabela 20 - Regressões com a variável Dummy (país): direitos dos acionistas

Painel A: Estatísticas das variáveis								
Variáveis independentes	Variáveis dependentes							
	ROA (EF)	p-Valor	ROA (EA)	p-Valor	QT (EF)	p-Valor	QT (EA)	p-Valor
Tamanho	0,009	0,917	0,004	0,113	0,051	0,458	-0,008	0,736
Alavancagem	0,057	0,370	0,007	0,137	-0,205	0,667	-0,027	0,485
DA	0,004	0,003	0,006	0,067	0,019	0,479	0,033	0,227
Dummy (País)	0,002	0,423	0,008	0,370	0,002	0,198	-0,134	0,135
RF	0,001	0,009	0,001	0,037	0,033	0,000	0,039	0,000
RE	0,000	0,010	0,007	0,430	0,007	0,333	0,012	0,077
RP	0,057	0,003	0,006	0,058	0,073	0,003	0,050	0,029
Legalidade	-0,021	0,022	-0,025	0,075	-0,538	0,001	-0,243	0,027
Corrupção	0,035	0,013	0,034	0,002	-0,056	0,556	0,012	0,880
Constante	-0,553	0,268	-0,604	0,008	-4,420	0,023	-3,258	0,051
Painel B: Estatísticas do modelo								
Teste F/ Wald	0,006		0,002		0,000		0,000	
R² (within)	0,021		0,027		0,062		0,001	
R² (between)	0,029		0,042		0,002		0,005	
R² (overall)	0,026		0,035		0,005		0,002	
Estatística do Teste de Hausman (χ²)	20,910				44,270			
Teste de Hausman (p-Valor)	0,0074				0,000			

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: Regressões robustas com matriz de White para correção da heterocedasticidade;

*: Significante a 1%; **: Significante a 5%.

Os resultados indicados na Tabela 20 sugerem, novamente, que a *dummy* criada para verificar a sensibilidade das estimações aos países da amostra, não apresenta significância plausível para sua manutenção nos modelos econométricos de teste das hipóteses de pesquisa.

No modelo de Efeitos Aleatórios em que a variável dependente é o ROA, o coeficiente da *dummy* não foi significativo (p-Valor de 0,370). No modelo de Efeitos Aleatórios em que a variável dependente é o Q de Tobin, da mesma forma, o coeficiente da *dummy* apresentou um p-Valor de 0,135. Dessa forma, optou-se por desconsiderar a variação das unidades observadas em relação aos países, isto é, por causa dessas evidências não se optou por adotar modelos econométricos para avaliar cada país.

Visto que o país não aparenta ter significância na explicação das variáveis ROA e Q de Tobin, a etapa seguinte se concentrou nos testes dos modelos configurados para analisar a significância da Governança Corporativa (através das variáveis IGC e

Direitos dos Acionistas) na explicação do desempenho financeiro das empresas da amostra (por meio das métricas do ROA e do Q de Tobin). Salienta-se que esse resultado, em especial, demonstrou que – conforme Claessens e Fan (2002) – trabalhar com uma amostra de países semelhantes, em proximidade e mercados, seria adequado. Estatisticamente, uma vez que não foi detectada relevância da *dummy* do país, foi possível dizer que independente do país, os resultados tenderiam aos mesmos.

O primeiro passo, após essa fase, foi estimar as regressões com dados em painel, tanto pela abordagem de Efeitos Fixos, quanto pelo método dos Efeitos Aleatórios. Os modelos variaram, também, em relação à *proxy* adotada para Governança Corporativa (IGC ou Direitos dos Acionistas).

Os resultados do conjunto de regressões são apresentados na Tabela 22:

Tabela 21 - Regressões para análise da determinação do desempenho: IGC

Painel A: Estatísticas das variáveis								
Variáveis independentes	Variáveis dependentes							
	ROA (EF)	p-Valor	ROA (EA)	p-Valor	QT (EF)	p-Valor	QT (EA)	p-Valor
Tamanho	0,003	0,871	0,006	0,140	0,029	0,310	0,019	0,403
Alavancagem	-0,004	0,423	-0,005	0,202	-0,014	0,198	-0,028	0,401
IGC	0,005	0,001	0,012	0,000	0,031	0,354	0,034	0,017
RF	-0,002	0,019	-0,002	0,009	-0,024	0,010	-0,040	0,000
RE	-0,007	0,516	-0,001	0,780	-0,016	0,349	-0,010	0,141
RP	-0,011	0,055	-0,006	0,009	-0,046	0,009	-0,058	0,014
Legalidade	0,026	0,248	0,021	0,089	0,528	0,004	-0,293	0,006
Corrupção	0,021	0,018	0,020	0,040	0,018	0,440	0,023	0,786
Constante	-0,616	0,021	-0,769	0,001	-4,589	0,013	-3,844	0,014
Painel B: Estatísticas do modelo								
Teste F/ Wald	0,002		0,000		0,000		0,000	
R² (within)	0,034		0,027		0,063		0,054	
R² (between)	0,076		0,183		0,032		0,039	
R² (overall)	0,058		0,104		0,070		0,041	
Estatística do Teste de Hausman (χ^2)	178,680				55,360			
Teste de Hausman (p-Valor)	0,000				0,000			

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: Regressões robustas com matriz de White para correção da heterocedasticidade;

*: Significante a 1%; **: Significante a 5%.

Por meio das regressões apresentadas na Tabela 22 foi possível verificar a significância da Governança Corporativa, através da *proxy* IGC. Uma vez que o teste de Hausman rejeitou a hipótese nula, sugerindo assim que o modelo de Efeitos Aleatório (EA) melhor se adequaria aos dados e à abordagem de regressão múltipla, a análise partiu dos modelos EF, seja com a variável dependente o ROA ou o Q de Tobin.

Avaliando-se a significância dos coeficientes no modelo de variável dependente ROA, notou-se a significância do coeficiente estimado a 1%. Da mesma forma, com a variável dependente Q de Tobin, o coeficiente estimado para o IGC apresentou significância a 1%. Nos modelos estimados, da mesma forma, observou-se que, além do IGC, apenas as variáveis Risco Financeiro, Risco Político, Legalidade e Corrupção apresentaram significância estatística. A constante, em ambos os modelos, também apresentou significância estatística (o que pode indicar a existência de outros fatores, além dos mencionados, influenciadores na previsão das variáveis dependentes). O teste de Wald, para verificar a significância do modelo como um todo, em ambos os casos, indicou significância a 1%. A medida de *goodness-to-fit*, ou simplesmente a robustez do modelo, medido a partir do R^2 geral (*overall*), indicou uma baixa capacidade preditiva do modelo (0,05 e 0,04).

Após as regressões, a fase seguinte de análise consistiu em verificar os pressupostos pós-regressão. A Tabela 23 apresenta os testes de Shapiro-Wilk para normalidade dos resíduos e de Wooldridge, como alternativa ao teste de Durbin-Watson para análise da autocorrelação.

Tabela 22 – Testes de normalidade e autocorrelação

Testes pós-estimação	Variável dependente do modelo	
	ROA	QT
Normalidade (<i>Shapiro-Wilk</i>)	0,000	0,000
Autocorrelação (<i>Wooldridge</i>)	0,035	0,026
Teste de Wald modificado	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

A hipótese nula do teste de normalidade de Shapiro-Wilk, para os resíduos, não pode ser rejeitada, indicando que os resíduos não apresentam obliquidade (ou assimetria) e curtose características de uma distribuição normal. Contudo, dada a formulação do Teorema do Limite Central (BROOKS, 2002), tendo em vista a quantidade de observações utilizadas na presente pesquisa, relaxou-se esse pressuposto.

Em relação ao teste de autocorrelação, contudo, apenas a 5% a hipótese nula de que não há autocorrelação de primeira ordem não pôde ser rejeitada. Ambos os testes, portanto, de diagnóstico dos pressupostos, puderam indicar a significância econométrica dos modelos.

Em relação ao teste de Wald, a hipótese nula não pôde ser rejeitada, sugerindo dessa maneira que não existe correlação entre os coeficientes da regressão e o erro estimado. Esse resultado, por sua vez, indica homocedasticidade.

Testada a significância da *proxy* IGC para Governança Corporativa, optou-se pela verificação da capacidade de explicação do desempenho financeiro (expresso através do ROA e Q de Tobin), pela dimensão dos Direitos dos Acionistas, definido como uma variável alternativa ao IGC.

A Tabela 24 apresenta os resultados das regressões, de maneira análoga à fase anterior, mas substituindo o IGC pela variável “Direitos dos Acionistas”:

Tabela 23 - Regressões para análise da determinação do desempenho: DA

Painel A: Estatísticas das variáveis								
Variáveis independentes	Variáveis dependentes							
	ROA (EF)	p-Valor	ROA (EA)	p-Valor	QT (EF)	p-Valor	QT (EA)	p-Valor
Tamanho	0,019	0,907	0,014	0,042	0,031	0,339	0,023	0,616
Alavancagem	-0,003	0,320	-0,008	0,136	-0,010	0,623	-0,013	0,228
DA	0,010	0,250	0,009	0,014	0,029	0,449	0,045	0,146
RF	-0,006	0,032	-0,005	0,298	-0,043	0,000	-0,078	0,000
RE	-0,001	0,378	-0,002	0,023	-0,003	0,313	-0,002	0,071
RP	-0,007	0,058	-0,011	0,139	-0,033	0,002	-0,030	0,021
Legalidade	0,011	0,310	0,021	0,001	0,558	0,001	0,156	0,009
Corrupção	0,025	0,017	0,005	0,057	0,016	0,456	0,011	0,001
Constante	-0,553	0,023	-0,605	0,004	-2,210	0,013	-1,004	0,098
Painel B: Estatísticas do modelo								
Teste F/ Wald	0,006		0,001		0,000		0,000	
R² (within)	0,021		0,020		0,067		0,057	
R² (between)	0,029		0,041		0,022		0,074	
R² (overall)	0,026		0,033		0,076		0,096	
Estatística do Teste de Hausman (χ²)	22,070				57,490			
Teste de Hausman (p-Valor)	0,004				0,000			

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Observação: Regressões robustas com matriz de White para correção da heterocedasticidade;

*: Significante a 1%; **: Significante a 5%.

No primeiro momento, a exemplo da etapa anterior da análise das regressões, verificou-se qual método (Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios) melhor se adequa à modelagem. Por meio do teste de Hausman, novamente, pode-se perceber que o modelo mais adequado é baseado no método de Efeitos Aleatórios, seja para o modelo configurado com o ROA como variável dependente ou o modelo configurado a partir do Q de Tobin como variável dependente.

A variável Direitos dos Acionistas (DA) mostrou-se significativa apenas a 5% de significância, em ambos os modelos estimados. De maneira complementar, verificou-se que as variáveis de risco institucional – apenas o Risco Econômico, Legalidade e Corrupção se mostraram significantes, estatisticamente, nos modelos. No que se referiu à significância do modelo como um todo, o teste de Wald indicou a significância geral a 1%. A medida geral de robustez do modelo, expresso pelo R^2 geral, indicou baixo poder preditivo do modelo (0,02 e 0,09). Após as regressões foram executados testes para análise da normalidade e autocorrelação, por meio dos testes de Shapiro-Wilk e Wooldridge, respectivamente, conforme apresentado na Tabela 25:

Tabela 24 – Testes de normalidade e autocorrelação

Testes pós-estimação	Variável dependente do modelo	
	ROA	QT
Normalidade (<i>Shapiro-Wilk</i>)	0,000	0,000
Autocorrelação (<i>Wooldridge</i>)	0,059	0,016
Teste de Wald modificado	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Após os diagnósticos dos resíduos dos modelos, observou-se que os resíduos não apresentaram distribuição normal, contudo, com base nos postulados do Teorema do Limite Central esse pressuposto pôde ser relaxado. No que tangeu à autocorrelação, o modelo configurado com o ROA como variável dependente apresentou autocorrelação em nível, visto a hipótese nula ter sido rejeitada a 5%. O modelo configurado em torno do Q de Tobin, contudo, não apresentou autocorrelação em nível, a 5%.

Os resultados da bateria de regressões e testes estatísticos, de maneira geral, indicaram que as *proxies* adotadas para Governança Corporativa apresentaram significância estatística na explicação do desempenho financeiro das empresas da amostra. Dessa forma, empresas com níveis mais elevados de Governança apresentam desempenho financeiro superior àquelas com baixos níveis de Governança Corporativa, partindo do pressuposto de que a Governança pode causar Desempenho. Essa constatação pode ser verificada mais de uma vez em relação à Governança (por meio das variáveis IGC e Direitos dos Acionistas) e em relação ao desempenho (por meio do ROA e do Q de Tobin).

Em relação às diferenças institucionais e políticas dos países, através das métricas de Risco Financeiro, Econômico e Político, além dos indicadores de

Legalidade e Corrupção, pôde-se verificar que as medidas de risco Financeiro e o indicador de Corrupção foram estatisticamente significantes em todos os modelos, o que pode sugerir que países com menores níveis de risco financeiro e menores índices de corrupção, da mesma forma, podem influenciar o desempenho financeiro das empresas.

No que se referiram aos resultados do coeficiente de determinação (R^2), os valores encontrados na presente pesquisa não foram distantes dos achados de Braga-Alves e Morey (2012), que para um conjunto de equações semelhantes encontraram R^2 variando de 0,08 a 0,17. No trabalho de Klapper e Love (2004), os resultados do R^2 , por sua vez, variaram de 0,06 a 0,39 e, por fim, na pesquisa de Cataplan, Barros e Colauto (2013), apenas para o Brasil, as medidas em questão variaram de 0,04 a 0,16.

4.2.1 Análise da interação entre a Governança Corporativa e os fatores político-institucionais e o desempenho financeiro

A fim de analisar a interação da Governança Corporativa e dos fatores político-institucionais dos países, optou-se por regredir um modelo derivado das equações citadas nas seções anteriores. Dessa maneira foram regredidos modelos com o propósito de analisar a relação entre o desempenho financeiro e a interação da Governança Corporativa e os fatores político-institucionais.

Optou-se, para as regressões, escolher a variável Corrupção (que apresentou a maior correlação, estatisticamente significativa, com as demais métricas político-institucionais) como o elemento de interação junto a Governança, de maneira similar ao que Klapper e Love (2004), fizeram, utilizando o índice de Legalidade e a Governança. Essa interação é operacionalizada a partir do IGC x Corrupção, resultando assim em IGCCOR. Os resultados são apresentados na Tabela 26:

Tabela 25– Regressões para interação entre GC x Corrupção.

Painel A: Estatísticas das variáveis								
Variáveis independentes	Variáveis dependentes							
	ROA (EF)	p-Valor	ROA (EA)	p-Valor	QT (EF)	p-Valor	QT (EA)	p-Valor
Tamanho	0,049	0,110	0,039	0,110	0,289	0,260	0,280	0,260
Alavancagem	0,056	0,305	0,047	0,300	-0,104	0,788	-0,109	0,788
IGC x Corrupção	0,020	0,000	0,022	0,000	0,079	0,023	0,007	0,023
Constante	-0,063	0,058	-0,630	0,078	0,766	0,009	0,841	0,009
Painel B: Estatísticas do modelo								
Teste F/ Wald	0,008		0,001		0,002		0,000	
R ² (within)	0,121		0,012		0,168		0,045	
R ² (between)	0,091		0,187		0,071		0,125	
R ² (overall)	0,180		0,097		0,149		0,108	
Estatística do Teste de Hausman (χ^2)	27,900				67,990			
Teste de Hausman (p-Valor)	0,009				0,000			

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

Os resultados dos modelos estimados, como apresentado na Tabela 26, indicam que apesar da baixa robustez dos modelos, a estatística da variável criada para testar a interação entre a Governança Corporativa e a Corrupção foi positiva e significativa, sugerindo que em países com melhores níveis de Governança e índices de Corrupção menores influenciam positivamente o desempenho financeiro das empresas. Cabe salientar que, da mesma maneira que nas seções anteriores, o teste de Hausman sugeriu que o modelo estimado a partir de Efeitos Aleatórios se configurou como o ideal para análise dos resultados.

Também foi possível observar, com base nos resultados da referida tabela, que as estimações para a *proxy* de desempenho por meio do Q de Tobin foram menos robustas, comparativamente ao ROA. Um resultado geral dessa análise pode indicar que, além do fato de que fatores político-institucionais podem influenciar o desempenho das empresas, a interação com a Governança Corporativa e os fatores político-institucionais segue a mesma ideia. A Tabela 27, por fim, apresenta os testes pós-regressão:

Tabela 26 – Testes de normalidade e autocorrelação

Testes pós-estimação	Variável dependente do modelo	
	ROA	QT
Normalidade (<i>Shapiro-Wilk</i>)	0,000	0,000
Autocorrelação (<i>Wooldridge</i>)	0,025	0,066
Teste de Wald modificado	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor, 2013.

A exemplo do que foi verificado nas fases anteriores, novamente observou-se que os resíduos não apresentaram distribuição normal, contudo, com base nos postulados do Teorema do Limite Central esse pressuposto pôde ser relaxado. No que tangeu à autocorrelação, o modelo configurado com o QT como variável dependente apresentou autocorrelação em nível, visto a hipótese nula ter sido rejeitada a 5%. O modelo configurado em torno do ROA, contudo, não apresentou autocorrelação em nível, a 5%.

5. CONCLUSÕES

Por meio de análises de correlação e regressões, o objetivo desta pesquisa foi verificar a influência da Governança Corporativa na explicação do desempenho financeiro das empresas de capital aberto com ações negociadas no Brasil, Chile e México. Partindo de uma abordagem, todavia, que considerou aspectos políticos e institucionais da amostra e a proximidade geográfica e cultural (América Latina) – a exemplo do que Claessens e Fan (2002) sugeriram, a presente pesquisa seguiu um roteiro bastante similar às pesquisas de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Cataplan, Colauto e Barros (2013), Klapper e Love (2004), Braga-Alves e Morey (2012) e Brown e Caylor (2006).

No primeiro momento, por meio de análises descritivas, chegou-se à conclusão que o país que apresentou os melhores indicadores de Governança, riscos político-institucionais e desempenho, foi o Chile, figurando com maiores níveis desenvolvimento nestes aspectos. Logo em seguida, o Brasil, embora apresentando empresas com elevado desempenho financeiro, mostrou índices apenas medianos de Governança Corporativa, quando comparado à amostra como um todo e elevada heterogeneidade dos dados observados. O México, por sua vez, apresentou baixos níveis de desempenho financeiro e Governança Corporativa. Esses resultados, embora esperados (CORNELIUS, 2005; LeFORTE; WALKER, 2000), ainda assim sugeriram que os países em questão apresentam semelhanças.

Durante as análises de correlações, ano a ano, verificou-se – sem inferir causalidade – a relação entre a Governança Corporativa e os indicadores adotados no estudo, além das métricas de desempenho. Nessa fase do estudo foi possível constatar a existência de uma relação positiva e significativa, estatisticamente, entre as *proxies* da Governança Corporativa e o desempenho das empresas (expresso através do Q de Tobin e do ROA). Notou-se, ainda nessa fase, que melhores níveis de desempenho estão relacionados com melhores indicadores políticos, econômicos, legais e de corrupção na amostra como um todo. Esse resultado em particular pode ser visualizado como parte de uma contribuição – da presente pesquisa – que segue uma tendência atual nos trabalhos: analisar o relacionamento entre a Governança Corporativa, variáveis derivadas de fatores políticos e institucionais dos países e, da mesma forma, sua interação com o desempenho das empresas.

Ainda na referida fase, pôde-se observar que, diferente do que outros autores perceberam em amostras de países emergentes (BRAGA-ALVES; MOREY, 2012; KLAPPER; LOVE, 2004), as medidas de risco político-institucional (expressos através das variáveis risco financeiro, econômico, político, legalidade e corrupção) apresentam fortes correlações entre si e, principalmente, com outras variáveis já esperadas, a exemplo do Q de Tobin e, principalmente, o IGC, conforme visto em trabalhos como o de Klapper e Love (2004).

Finalmente, na fase de análise das regressões, a bateria de testes buscou verificar a plausibilidade dos testes na resposta às indagações emanadas das hipóteses de pesquisa. No primeiro momento verificou-se se as diferenças entre os países poderiam acarretar em implicações nos modelos. Foi verificado que, estatisticamente, relevar os países nos modelos não traria implicações para os resultados, o que pode ser interpretado conforme descrito teoricamente por Cornelius (2005) e Claessens e Fan (2002): talvez a proximidade dos países da amostra sugira que os mesmos sejam bastante semelhantes, a despeito da alta variação dos indicadores da amostra. Esse resultado, em particular, comprovou que, para países que apresentem características semelhantes, podem existir efeitos, verificados a partir da relação entre Governança *versus* Desempenho, semelhantes, conforme salientado por Claessens e Fan (2002).

Após a verificação de que o país não foi significativo na explicação das variáveis dependentes, a etapa seguinte consistiu em testar o IGC e a variável Direito dos Acionistas nos modelos, verificando-se, inclusive, qual abordagem (Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios) melhor se ajustariam. Considerando, da mesma forma, os diagnósticos pós-regressões, verificou-se que em três dos quatro modelos estimados a Governança Corporativa pôde ser razoavelmente entendida pelo prisma da causalidade sobre o desempenho, isto é: os indicadores de Governança Corporativa apresentaram significância na explicação do desempenho financeiro. De maneira concomitante, em dois dos quatro modelos estimados o conjunto de indicadores das diferenças político-institucionais (riscos financeiro, econômico, político e corrupção e legalidade) apresentou significância estatística, sugerindo que essas métricas exercem influência, da mesma forma, sobre o desempenho financeiro das empresas. Esse resultado, por sua vez, sugere que – conforme Braga-Alves e Morey (2012) e Klapper e Love (2004), salientaram em seus estudos, fatores relacionados ao ambiente institucional dos países podem influenciar o desempenho, juntamente com a Governança Corporativa. Esse

resultado, contudo, não provou que a interação entre a Governança e os fatores político-institucionais dos países poderiam influenciar o desempenho.

De maneira complementar, procedeu-se com uma análise da interação entre a Governança Corporativa e fatores institucionais dos países, a exemplo do que Klapper e Love (2004) fizeram. Essa fase, especificamente, buscou analisar como o ambiente e a governança corporativa poderia influenciar o desempenho. Percebeu-se nos resultados das regressões realizadas para analisar a relação entre a interação da Governança Corporativa e os fatores institucionais, que sua influência sobre o desempenho das empresas, indicaram que existe uma significância estatística da relação em questão. Essa, por sua vez, pode ser considerada uma das principais contribuições desse estudo, sinalizando que nessa amostra de países, fatores institucionais e sua relação com a Governança Corporativa podem indicar que há relevância desses aspectos na do desempenho das empresas, inclusive apresentando maior robustez nos modelos, conforme verificado a partir do coeficiente de determinação. Uma interpretação genérica dessa fase foi de que empresas que apresentam melhores níveis de Governança e menores riscos institucionais, por consequência, apresentam melhores níveis de desempenho financeiro, indicando assim que o ambiente importa, juntamente com a Governança, mais do que apenas a Governança Corporativa ou apenas os fatores institucionais isoladamente, quando na explicação do desempenho das empresas.

As principais implicações deste estudo podem ser resumidas a partir da corrente teórica, nos estudos de Governança Corporativa, que sugerem que empresas que adotam práticas de Governança apresentam melhor desempenho. Esse resultado, portanto, reafirma o que se discute na literatura, desta vez sob um olhar específico em países emergentes da América Latina. A contribuição, contudo, pode ser mais bem visualizada a partir dos indicadores de diferenças institucionais em consonância com a Governança Corporativa. Riscos institucionais, dessa maneira, podem estar influenciando, juntamente com a Governança Corporativa, o desempenho das empresas.

Entre as limitações do presente trabalho podem ser destacadas: (i) o modelo de mensuração da Governança Corporativa; e (ii) o acesso aos dados das empresas. A primeira limitação reside no fato de que o modelo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), embora tenha sido utilizado em outros trabalhos, não apresentou bons resultados quando considerada a confiabilidade do alfa de Cronbach. Cabe salientar, contudo, que dadas as limitações de dados (segunda limitação), o modelo em questão sofreu prejuízos, tendo que ser adaptado. A segunda limitação, relacionado à acessibilidade aos dados, resultou

das circunstâncias da amostra: não foram localizados dados que permitissem a utilização de uma amostra maior de empresas. Essa limitação, contudo, pode ser justificada e mesmo indicada como plausível, dado que a amostra em questão superou o tamanho e as proporções de trabalhos como os de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Cataplan, Colauto e Barros (2013) e Braga-Alves e Morey (2012).

No que tange às contribuições, pode-se destacar que os resultados empíricos reforçam o que já foi encontrado, mas, de maneira específica, ampliam o escopo limitado de resultados empíricos sobre a Governança Corporativa em países emergentes (especialmente na América Latina). Outra contribuição, por sua vez, reside nos testes relacionados aos efeitos da Governança Corporativa e a influência do ambiente político-institucional em que as empresas estão inseridas. De maneira específica, outras contribuições desse estudo podem residir na estimação de modelos que consideraram a influência, em conjunto, da Governança Corporativa e de fatores político-institucionais sobre o desempenho das empresas, seguindo uma tendência ainda atual de pesquisas sobre o tema.

Como sugestões de pesquisas, podem-se enumerar: (i) a sugestão de modelos de mensuração de desempenho, aos moldes de trabalhos como os de Klapper e Love (2004) e Gompers, Ishii e Metrick (2003); (ii) ampliação da amostra de pesquisa para um conjunto maior de países emergentes, se necessário até mesmo segregando os resultados a comparações entre emergentes de outras regiões (Ásia, África); e (iii) a análise, específica, dos fatores determinantes da Governança Corporativa em países emergentes, baseando-se, contudo, em testes sobre fatores político-institucionais relevantes na explicação da Governança Corporativa em uma amostra diversificada de países emergentes.

REFERÊNCIAS

- ADJAOUD, F.; W. BEN-AMAR. Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholder's Protection or Expropriation? **Journal of Business Finance and Accounting**, v.37, n.5, p.648-667, 2010.
- AGHION, P.; HOLDEN, R. Incomplete contracts and the theory of the firm: What have we learned over the past 25 years? **Journal of economic perspectives**, v. 25, n. 2, p.181-197, 2011.
- ALBERTON, A.; MOLETTA, A. M. C.; MARCON, R. Os níveis diferenciados de governança corporative blindam as firmas contra crises financeiras? Uma análise da crise financeira de 2008. **Pensar Contábil**, v. 13, n.51, 2011.
- AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate governance and firm value: International evidence. **Journal of Empirical Finance**, n. 18, p.36-55, 2011.
- ANDRES, C.; BETZER, A.; GOERGEN, M.; METZGER, D. Corporate governance systems. In: Baker, H. K., & Anderson, R. (Ed.). **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.
- AZIM, M.I. Corporate Governance Mechanisms and their Impact of Company Performance: A Structural Equation Model Analysis. **Australian Journal of Management**, v. 37, n. 3, p. 481- 505, 2012.
- BAGHAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v.14, p.257 –273, 2008.
- BAKER, H. K.; ANDERSON, R. **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.
- BAKER, G.; GIBBONS, R.; MURPHY, K.J. Relational contracts and the theory of firm. **Quartely Journal of Economics**, v. 117, n. 1, p.39-84, 2002.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, v.23, n.3, 2010.
- BEBCHUK, L. COHEN, A.; FERREL, A. What matters in Corporate Governance? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, 2009.
- BERTHELOT, S.; MORRIS, T.; MORRILL, C. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governace**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, Vol. 22, No. 2, 2006.

BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G.; GORGA, E. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p.934-952, 2012.

BRAGA-ALVES, M. V.; MOREY, M. Predicting Corporate Governance in emerging markets. **Journal of International Money and Finance**, v. 31, p. 1414-1439, 2012.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

BROWN, P.; BEEKES, W.; VERHOEVEN, P. Corporate Governance, accounting and finance: a review. **Accounting & Finance**, v.51, n.1, p.96-172, 2011.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.25, p. 409–434, 2006.

CAMPOS, G. M.; DINIZ, J. A.; MARTINS, G. A. Fronteiras da pesquisa sobre governança corporativa: uma análise epistemológica. **Reflexão Contábil**, v. 30, n. 2, 2011.

CATAPLAN, A.; COLAUTO, R.D.; BARROS, C.M.E. A relação entre Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v.16, n.2, p.16-30, 2013.

CARVALHAL-DA-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.

CASTRO, M. S.; BROWN, C.J. BÁEZ-DÍAZ, A. Práticas de Gobierno Corporativo em América Latina. **Revista Latinoamericana de Administración**, v. 43, p.26-40, 2009.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate Governance in Asia: A Survey. **International Review of Finance**, v.3, n.2, p.71 – 103, 2002.

CLAESSENS, S.; YUTORGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v.15, p.1 – 33, 2013.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CORNELIUS, P. Governance Good corporate practices in poor corporate governance systems. **Corporate Governance**, v.5, n.3, p.12-23, 2005.

EHIKIOYA, B. I. Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. **Corporate Governance**, vol. 9, n.3, p 231- 243, 2009.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n.1, 1989.

ERKENS, D. H.; HUNG, M.; MATOS, P. P. Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n.5, p. 389-411, 2012.

FAUZIAH, W.; YUSOFF, W. F.; ALHAJI, I. A. Corporate Governance and firm performance of listed Companies in Malaysia. **Trends and Development in Management Studies**, vol. 1, n.1, p.43-65, 2012.

GARAY, U.; GONZÁLEZ, G.; GONZÁLEZ, M.; HERNÁNDEZ, Y. Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en La Bolsa de Valores de Caracas. **Estudio IESA**, n.24, 2006.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v.118, n.1, p. 107-155, 2003.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. **Journal of Political Economy**, v.94, n.4, 1986.

HART, O. An economist's perspective on the theory of the firm. **Columbia Law Review**, v. 89, n.7, p. 1757-1774, 1989.

HART, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, vol. 105, p.678-689, 1995.

HO, C. Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis. **Corporate Governance**, v.13, n.2, 2005.

IBGC, **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Governança Corporativa. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br> >. Acesso em 12 de janeiro de 2013.

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.

KIM, J.; MAHONEY, J. T. Property Rights Theory, Transaction Costs Theory, and Agency Theory: An Organizational Economics Approach to Strategic Management. **Managerial and Decision Economics**, v. 26, p.223-242, 2005.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v.10, p.703 – 728, 2004.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p. 3 – 27, 2000.

LEHMANN; E.; WEIGAND, J. Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. **European Finance Review**, v.4, p.157-1995, 2000.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v.39, n.4, p.327-337, 2004.

LEFORT, F.; WALKER, E. Corporate Governance: Challenges for Latin America. **Revista ABANTE**, v.2, n.2, p.99-111, 2000.

MACEDO, Marcelo A. S.; CORRAR, Luiz J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 4, n.1, p. 42-61, 2012.

PRS GROUP, THE. **Political risk services and International country risk guide**. 2013. Disponível em: < <http://www.prsgroup.com/> >. Acesso em: 11 de Agosto de 2013.

REYNA, J. M. S. M.; VÁZQUEZ, R. D.; VALDÉS, A. L. Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico. **International Business Research**, v. 5, n.11, 2012.

SHAPIRO, S. P. Agency Theory. **Annual Review of Sociology**, v.31, p.263-284, 2005.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, vol. 14, n.3, 2008.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **RAE**, v. 48, n. 2, 2008.

TAVAKOL, M; DENNICK, R. Making sense of Cronbach's Alfa. **International Journal of Medical Education**, v. 2, p.53-55, 2011.

THOMSEN, S. Corporate governance as a determinant of corporate values. **Corporate Governance**, v. 5, n. 4, pp. 10-27, 2005.

VINTILĂ, G.; GHERGHINA, S. C. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies Performance. **International Journal of Business and Management**, vol. 7, n. 22, p.46-61, 2012.

APÊNDICE I
EMPRESAS PARTICIPANTES DA AMOSTRA FINAL

Brasil

EMPRESA	SETOR	PORTAL DE RI/GC
Aco Altona	Indústria Manufatureira	http://altona.firbweb.com.br/
AES Elpa	Energia	http://www.aeselpa.com.br/show.aspx?idCanal=mqgIXZtDb1aA+dkHH0tL5Q==
AES Tiete	Energia	http://ri.aestiete.com.br/
All Amer Lat	Transporte	http://ri.all-logistica.com/all/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Alpargatas	Indústria Manufatureira	http://ri.alpargatas.com.br/
Ambev	Indústria Manufatureira	http://ri.ambev.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Ampla Energ	Energia	http://www.ampla.com/a-ampla/rela%C3%A7%C3%B5es-com-investidores.aspx
Anhanguera	Educação	http://www.anhanguera.com/ri/
B2W Digital	Comércio Varejista	http://www.b2wdigital.com/governanca-corporativa/visao-geral
Bahema	Serviços	http://www.bahema.com.br/
Bardella	Indústria Manufatureira	http://www.bardella.com.br/asp/system/viewPage.asp?P=105&VID=default&SID=509599577751323&S=1&C=269
Battistella	Comércio Varejista	http://www.battistella.com.br/investidores/Paginas/default.aspx
Bematech	Indústria Manufatureira	http://ri.bematech.com.br/bematech2013/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
BHG	Entretenimento	http://www.bhg.net/ri/
Biommm	Serviços	http://www.biommm.com/index.php?p=7,2
Bombril	Indústria Manufatureira	http://www.bombril institucional.com.br/RI/index.html
BR Malls Par	Imobiliária	http://brmalls.riweb.com.br/brmalls/default.aspx?linguagem=pt
Bradespar	Serviços	https://www.bradespar.com.br/Bradespar/?vgnnextoid=7d7fe700c3427210VgnVCM100000242810acRCRD
Brasilagro	Agricultura	http://www.brasil-agro.com/brasilagro2011/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=36818
Braskem	Indústria Manufatureira	http://www.braskem.com.br/site.aspx/Investidor
BRF AS	Indústria Manufatureira	https://www.brf-br.com/ri/

Brookfield	Construção	http://ri.br.brookfield.com/brookfield/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Cambuci	Indústria Manufatureira	http://investidores.cambuci.com.br/site/index.php?acao=paginas&pagina_id=2&id_pai=2
CCR AS	Transporte	http://ri.ccr.com.br/grupoccr/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Ceee-D	Energia	http://www.cee.com.br/ri/
Ceee-Gt	Energia	http://www.cee.com.br/ri/
Celesc	Energia	http://www.celesc.com.br/ri/
Celesc	Energia	http://www.celesc.com.br/ri/
Celpe	Energia	http://ri.neoenergia.com/Pages/Default.aspx
Celul Irani	Indústria Manufatureira	http://www.irani.com.br/pt/ri
Cemat	Energia	http://www.cemat.com.br/ri/
Cemig	Energia	http://cemig.infoinvest.com.br/
Cesp	Energia	http://ri.cesp.com.br/
Cia Hering	Indústria Manufatureira	http://hering.riweb.com.br/default.aspx?linguagem=pt
Coelba	Energia	http://ri.neoenergia.com/Pages/Default.aspx
Comgas	Energia	http://ri.comgas.com.br/#
Contax	Serviços	http://ri.contax.com.br/contax/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Copel	Energia	http://www.copel.com/hpcopel/ri/
Cosern	Energia	http://ri.neoenergia.com/Pages/Default.aspx
CPFL Energia	Energia	http://www.cpfl.com.br/ri/
Cr2	Construção	http://ri.cr2.com.br/cr22013/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Cremer	Indústria Manufatureira	http://www.cremer.com.br/ri/
Cyrela Realt	Construção	http://ri.brazilrealty.com.br/port/home/
Dasa	Assistência médica	http://www.dasa3.com.br/static/ptb/praticas-de-governanca-corporativa.asp?idioma=ptb
Elekeiroz	Indústria Manufatureira	http://www.elekeiroz.com.br/en/Pages/home.aspx
Elektro	Energia	http://ri.pdg.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#ad-image-3
Eletrobras	Energia	http://www.eletrobras.com/elb/main.asp?Team={3A4650E2-4611-4A2A-A538-9E1AA703D773}
Eletropar	Energia	http://www.eletrobraspar.com/main.asp?Team={F790BBE5-88C6-4669-859B-A22D7FCF4811}
Eletropaulo	Energia	http://ri.aeseletropaulo.com.br/

Emae	Energia	http://200.144.28.204/emaec/conteudo.php?id=Estatuto-Social
Embraer	Indústria Manufatureira	http://ri.embraer.com.br/default.aspx?linguagem=pt
Embratel Part	Informação	http://www.embratel.com.br/Embratel02/cda/portal/0,2997,RI_I_1143,00.html
Encorpar	Indústria Manufatureira	http://www.encorpar.com.br/
Energias BR	Energia	http://edp.infoinvest.com.br/
Energisa	Energia	http://www.investidores.grupoenergisa.com.br/energisa/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Equatorial	Energia	http://www.equatorialenergia.com.br/
Estrela	Indústria Manufatureira	http://www.estrela.com.br/investidores/
Eternit	Indústria Manufatureira	http://ri.eternit.com.br/
Eucatex	Indústria Manufatureira	http://www.eucatex.com.br/en/Default.aspx
Even	Construção	http://www.even.com.br/ri/
Evora	Indústria Manufatureira	http://www.evora.com/?lang=en
Eztec	Construção	http://ri.eztec.com.br/eztec2009/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#
Fer Heringer	Indústria Manufatureira	http://www.heringer.com.br/heringer/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Ferbasa	Indústria Manufatureira	http://www.ferbasa.com.br/
Fibam	Indústria Manufatureira	http://www.fibam.com.br/ri/
Fibria	Indústria Manufatureira	http://fibria.infoinvest.com.br/?language=enu
Forja Taurus	Indústria Manufatureira	http://www.taurusri.com.br/show.aspx?idCanal=t8iCiM6LiFkwGCCBVcAvSw==
Gafisa	Construção	http://www.gafisa.com.br/ri/
Gerdaul	Indústria Manufatureira	http://ri.gerdau.com/?idioma=ptb
Gerdaul Met	Indústria Manufatureira	http://ri.gerdau.com/?idioma=ptb
Gol	Transporte	http://www.voegol.com.br/pt-br/investidores/paginas/default.aspx
Grazziotin	Comércio Varejista	http://www.grazziotin.com.br/NLWeb/invoker
Grendene	Indústria Manufatureira	http://ri.grendene.com.br/
Habitasul	Serviços	http://www.habitasul.com.br/investidor.htm
Haga S/A	Indústria Manufatureira	http://www.haga.com.br/?item=investidores
Helbor	Construção	http://ri.helbor.com.br/helbor/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Hypermarcas	Indústria Manufatureira	http://hypermarcas.infoinvest.com.br/

Ideiasnet	Serviços	http://ideiasnet.riweb.com.br/
IGB S/A	Indústria Manufatureira	http://www.igbeletronica.com/dados-da-companhia/
Inds Romi	Indústria Manufatureira	http://www.romi.com.br/index.php?id=investidores
Inepar	Indústria Manufatureira	http://www.inepar.com.br/
Iochp-Maxion	Indústria Manufatureira	http://www.iochpe.com.br/
Itausa	Serviços	http://ww13.itaub.com.br/itausa/HTML/pt-BR/conheca/governanca.htm
Itautec	Indústria Manufatureira	http://www.itaute.com.br/pt-br/relacoes-com-investidores
J B Duarte	Indústria Manufatureira	http://www.industriasjbduarte.com.br/
Jereissati	Serviços	http://www.jereissati.com.br/
JHSF Part	Construção	http://www.jhsf.com.br/ri/
Joao Fortes	Construção	http://www.joaofortes.com.br/ri/
Josapar	Indústria Manufatureira	http://josapar.com.br/en/investidores/
Karsten	Indústria Manufatureira	http://www.karsten.com.br/relacao_com_investidores
Kepler Weber	Indústria Manufatureira	http://ri.kepler.com.br/
Klabin S/A	Indústria Manufatureira	http://ri.klabin.com.br/?idioma=ptb
Kroton	Educação	http://www.kroton.com.br/
Light S/A	Energia	http://ri.light.com.br/
Lix da Cunha	Construção	http://www.lix.com.br/investidor.aspx
Log-In	Transporte	http://ri.loginlogistica.com.br/log-in/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Lojas Americ	Comércio Varejista	http://ri.lasa.com.br/
Lojas Renner	Comércio Varejista	http://www.mzweb.com.br/renner/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Lopes Brasil	Imobiliária	http://ri.lopes.com.br/lopes/Default.aspx?ln=pt
Lupatech	Indústria Manufatureira	http://www.lupatech.com.br/ri/
M.Diasbranco	Indústria Manufatureira	http://ri.mdiasbranco.com.br/mdiasbranco/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Marcopolo	Indústria Manufatureira	http://ri.marcopolo.com.br/
Marfrig	Indústria Manufatureira	http://ri.marfrig.com.br/port/home/
Metal Iguacu	Indústria Manufatureira	http://www.metaliguacu.com.br/?pages=investidores
Metal Leve	Indústria Manufatureira	http://ri.mahle.com.br/port/home/

Metalfrio	Indústria Manufatureira	http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Metisa	Indústria Manufatureira	http://www.metisa.com.br/index.php?idioma=1&pagina=home
Minerva	Indústria Manufatureira	http://ri.minervafoods.com/minerva2012/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28&v=1
MMX Miner	Mineração	http://www.mmx.com.br/en/governanca-corporativa/Pages/default.aspx
MPX Energia	Energia	http://www.eneva.com.br/pt/governanca-corporativa/Paginas/default.aspx
MRV	Construção	http://ri.mrv.com.br/
Natura	Comércio Atacadista	http://www.natura.net/br/investidor.html
Net	Informação	http://www.netcombo.com.br/static/ri/
Nutriplant	Indústria Manufatureira	http://www.nutriplant.com.br/ri/
Odontoprev	"Assistência médica e social"	http://ri.odontoprev.com.br/odontoprev/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
OGX Petroleo	Mineração	http://www.ogx.com.br/en/governanca-corporativa/Pages/default.aspx
Panatlantica	Indústria Manufatureira	http://www.panatlantica.com.br/Portugues/institucional.html
Paranapanema	Indústria Manufatureira	http://www.paranapanema.com.br/RI/
PDG Realt	Construção	http://www.elektro.com.br/ri/Default.aspx
Petrobras	Mineração	http://www.investidorpetrobras.com.br/en/governance/corporate-governance/
Pettenati	Indústria Manufatureira	http://www.pettenati.com.br/investidores.php
Plascar Part	Indústria Manufatureira	http://www.plascar.com.br/2012/en/fale-com-ri/
Portobello	Indústria Manufatureira	http://portobello.firbweb.com.br/
Positivo Inf	Indústria Manufatureira	http://ri.positivoinformatica.com.br/positivo/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Providencia	Indústria Manufatureira	http://www.providencia.com.br/
RaiaDrogasil	Comércio Varejista	http://www.raiadrogasil.com.br/raiadrogasil/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=40266
Randon Part	Indústria Manufatureira	http://ri.randon.com.br/randon/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Recrusul	Indústria Manufatureira	http://www.recrusul.com.br/site/pt/investidores.asp#1
Rodobensimob	Construção	http://ri.rodobens.com.br/rodobens2008/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Rossi Resid	Construção	http://66.132.218.233/rossi2011/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Sabesp	Energia	http://www.sabesp.com.br/Calandraweb/CalandraRedirect/?temp=0&proj=investidoresnovo&pub=T&db=
Sanepar	Energia	http://site.sanepar.com.br/investidores
Sansuy	Indústria Manufatureira	http://www.sansuy.com.br/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=38321&conta=45&id=149136

Santanense	Indústria Manufatureira	http://www.santanense.com.br/ri/
Santos Brp	Transporte	http://www.santosbrasil.com.br/pt-br/relacoes-com-investidores
Saraiva Livr	Informação	http://www.saraivari.com.br/port/home/
Schulz	Indústria Manufatureira	http://www.schulz.com.br/pt/info/relacao-com-investidores
SLC Agrícola	Agricultura	http://www.slcagricola.com.br/
Souza Cruz	Indústria Manufatureira	http://www.souzacruz.com.br/group/sites/SOU_7UVF24.nsf/vwPagesWebLive/DO7V4L24?opendocument&SKN=
Suzano Papel	Indústria Manufatureira	http://www.suzano.com.br/portal/grupo-suzano/arquivos-cvm/
Taesa	Energia	http://ri.taesa.com.br/taesa2013/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Tecnisa	Construção	http://www.tecnisa.com.br/investidores
Tectoy	Indústria Manufatureira	http://www.tectoy.com.br/investidores.aspx
Tekno	Indústria Manufatureira	http://www.tekno.com.br/materias.php?cd_secao=7&codant=&friurl=-Relacoes-com-Investidores-;
Telebras	Informação	http://www.telebras.com.br/inst/?page_id=375
Telef Brasil	Informação	http://www.telefonica.com.br/institucional/acionistas-e-investidores
Tempo Part	"Assistência médica e social"	http://ri.tempoassist.com.br/tempoassist/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28
Totvs	Informação	http://www.totvs.com/ri
Triunfo Part	Transporte	http://ri.triunfo.com/
Tupy	Indústria Manufatureira	http://tupy.firbweb.com.br/
Usiminas	Indústria Manufatureira	http://ri.usiminas.com/
V-Agro	Indústria Manufatureira	http://www.v-agro.com.br/vanguardaagro/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=40813
Vale	Mineração	http://www.vale.com/
Valid	Indústria Manufatureira	http://www.weg.net/ri/
Viavarejo	Comércio Varejista	http://www.viavarejo.com.br/ri
Vulcabras	Indústria Manufatureira	http://vulcabrasazaleiari.com.br/
Weg	Indústria Manufatureira	http://ir.valid.com.br/valid/web/default_en.asp?idioma=1&conta=44
Wetzel S/A	Indústria Manufatureira	http://www.wetzel.com.br/pt/relacoes_mercado/pag.php?pag=1
Whirlpool	Indústria Manufatureira	http://www.whirlpool.com.br/Investidor
Wlm Ind Com	Comércio Varejista	http://www.wlm.com.br/governanca/conselho.asp

Chile

Empresa	Setor	Portal de RI/GC
Aesgener	Energia	http://www.gener.cl/AESGenerWebNeo/index.aspx?channel=6145
Aguas	Energia	https://www.aguasandinas.cl/inversionistas
Andina	Indústria manufatureira	http://www.koandina.com/#
Andromaco	Indústria manufatureira	http://www.andromaco.com/negocios/
Banmedica	Assistência médica	http://www.banmedica.cl/
Besalco	Construção	http://www.besalco.cl/inversionistas/
Blumar	Agricultura	http://www.blumar.com/en/inversionistas/
Cap	Indústria manufatureira	http://www.cap.cl/eng/investors/
Carozzi	Indústria manufatureira	http://www.carozzi.cl/corporativo
Ccu	Indústria manufatureira	http://www.ccu.cl/
Cge	Energia	http://www.cge.cl/inversionistas/Paginas/EstadosFinancieros.aspx
Chilectra	Energia	http://www.chilectra.cl/wps/wcm/connect/NGCHL/chilectracl/la+compania/
Cholguan	Agricultura	http://www.cholguan.cl/default.asp
Cic	Indústria manufatureira	http://cic.cl/
Cintac	Indústria manufatureira	http://www.cintac.cl/
Cmpc	Indústria manufatureira	http://www.cmpccelulosa.cl/CMPCCELULOSA/
Colbun	Energia	http://www.colbun.cl/inversionistas/
Colocolo	Entretenimento	http://www.colocolo.cl/
Copec	Comércio varejista	http://www.copec.cl/wp7/wps/wcm/connect/copec+publico+web+content/copec+publico
Cristales	Indústria manufatureira	http://www.cristalchile.cl/OpenNet/asp/default.asp?boton=Doc29
Cti	Indústria manufatureira	http://www.cti.cl/
Ecl	Energia	http://www.e-cl.cl/prontus_ecl/site/edic/base/port/inversionista.php
Edelmag	Energia	http://www.edelmag.cl/nuestraempresa/Paginas/GrupoCGE.aspx
Enaex	Indústria manufatureira	http://www.enaex.cl/inversionistas
Endesa	Energia	http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=106239&p=irol-irhome

Entel	Informação	http://informacioncorporativa.entel.cl/informacion-corporativa/antenas-mejor-senal/
Eperva	Agricultura	http://www.eperva.cl/eperva/contenido/27
Essbio	Energia	http://www.essbio.cl/inversionistas/
Fasa	Comércio varejista	http://www.fasa.cl/fasacorp/fasacorp/chile/administracion.html
Forus	Indústria manufatureira	http://forus.cl/?page_id=406
Fosforos	Indústria manufatureira	http://www.fosforos.cl/estatutos.htm
Invexans	Indústria manufatureira	http://www.invexans.cl/invexans/historia/
Lan Chile	Transporte	http://www.latamairlinesgroup.net/phoenix.zhtml?c=251289&p=irol-irhome
Naviera	Transporte	http://www.navieraustral.cl/itinerarios.html
Nuevapolar	Comércio varejista	http://www.nuevapolar.cl/en/
Parauco	Imobiliária	http://www.parauco.cl/
Pehuenche	Energia	http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=106239&p=irol-irhome
Pilmaiquen	Energia	http://epilmaiquen.cl/inversionistas/
Pucobre	Mineração	http://www.pucobre.cl/OpenDocs
Salfacorp	Construção	http://www.salfacorp.com/presentaciones.php
Santa Rita	Indústria manufatureira	http://www.santarita.com/international/
Security	Serviços	http://www.security.cl/sitio/info-inversionistas.html
Siemel	Agricultura	http://www.siemel.cl/siemel/contenido/27
Socovesa	Construção	http://www.socovesa.cl/
Sonda	Serviços	http://www.sonda.com/inversionistas/
Sqm	Mineração	http://www.sqm.com/
Tattersall	Serviços	http://www.tattersall.cl/
Vapores	Transporte	http://www.csav.com/en/InvestorRelations/Pages/Home.aspx
Ventanas	Transporte	http://www.ventanaschile.cl/
Volcan	Comércio atacadista	http://www.volcan.com.pe/site/#
Wmtcl	Comércio varejista	http://www.walmartchile.cl/wps/wcm/connect/dys/DyS/inversionistas/
Zofri	Comércio varejista	http://www.zofri.cl/index.php/pt/informacao-corporativa.html

México

EMPRESA	SETOR	PORTAL DE RI/GC
Alfa	Indústria manufatureira	http://www.alfa.com.mx/RI/informacion_general.htm
Alsea	Indústria manufatureira	http://www.alsea.net/content/30000/30100
America Movil	Informação	http://www.americamovil.com/amx/en/cm/eco/financial_summary.html?p=29
Ara Consorcio	Construção	http://www.consorcioara.com.mx/index.php?option=com_content&view=article&id=303&Itemid=124&lang=en
Arca Continental	Indústria manufatureira	http://www.arcacontal.com/en.aspx
Bachoco Industrias	Agricultura	http://bachoco.com.mx/inversionistas/
Bafar Grupo	Agricultura	http://www.bafar.com/es_ES/section/show/40
Bimbo	Indústria manufatureira	http://www.bimbo.com.mx/
Bio Pappel	Indústria manufatureira	http://www.biopappel.com/inversionistas
Cementos Chihuahua	Indústria manufatureira	http://www.fundaciongcc.org/
Cemex	Indústria manufatureira	http://www.cemex.com/
Cid Mega Resort	Hotel e restaurantes	http://www.elcid.com/
Coca Cola Femsa	Indústria manufatureira	http://www.coca-colafemsa.com/kof/index_eng.htm
Comercial Mexicana	Comércio varejista	http://www.comercialmexicana.com.mx/
Cydsa	Indústria manufatureira	http://www.cydsa.com/
Dine	Construção	http://www.dine.com.mx/
Fomento Econ Mex	Indústria manufatureira	http://ir.femsa.com/
GCarso	Serviços	http://www.carso.com.mx/EN/Pages/Grupo_Carso.aspx
Geo Corporacion	Construção	http://www.corporaciongeo.com/gobierno-corporativo/pr%C3%A1cticas-de-gobierno-corporativo.aspx?menu=2
Gigante Gpo	Comércio varejista	http://www.gigante.com.mx/perfil_dinamico
GMD Resorts	Construção	http://www.gmdresorts.com/gmd-resorts-inversionistas.html
GModelo	Indústria manufatureira	http://www.gmodelo.com.mx/relacion_inversionistas.jsp
Gruma	Indústria manufatureira	http://www.gruma.com/inversionistas/inversionistas-gruma/eventos-relevantes.aspx
Grupo Kuo	Indústria manufatureira	http://www.kuo.com.mx/contenido.php?contenido=20
Grupo Pochteca	Comércio atacadista	http://www.pochteca.com.mx/inversionistas/informacion-corporativa/
Homex Desarr	Construção	http://www.homex.com.mx/ri/index.htm
Ica Soc Controlad	Construção	http://www.ica.com.mx/ir/index.php?option=com_content&view=article&id=154&Itemid=31&lang=en
Industrias Ch	Indústria manufatureira	http://www.industriasch.com.mx/index.php?option=com_content&view=article&id=12&Itemid=472&lang=en

Inter de Ceramica	Indústria manufatureira	http://interceramic.com/inversionistas/MEX/Inicio.xhtml
Kimberly Clark Mex	Indústria manufatureira	http://www.kimberly-clark.com.mx/informacion_financiera/contacto.asp
Maseca	Indústria manufatureira	http://www.mimaseca.com/en/
Maxcom Telecom	Informação	http://inversionistas.maxcom.com/
Mexichem	Indústria manufatureira	http://www.mexichem.com.mx/index.html
Radio Centro	Informação	http://www.radiocentro.com.mx/
Sare	Construção	http://www.sare.com.mx/ri2011/
Simec Grupo	Indústria manufatureira	http://www.gsimec.com.mx/index.php?option=com_content&view=article&id=12&Itemid=472&lang=en
Soriana Organizacio	Comércio varejista	http://www1.soriana.com/site/default.aspx?p=9628