

INTERNACIONALIZAÇÃO E GOVERNANÇA NAS MAIORES COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

INTERNATIONALIZATION AND GOVERNANCE IN MAJOR BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES

ISAC DE FREITAS BRANDÃO¹ | ARIANE FIRMEZA MOTA²
ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS³ | MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA⁴

RESUMO

Este estudo examina em que medida a internacionalização das 100 maiores companhias abertas do Brasil afeta a qualidade de seus mecanismos de governança corporativa. A internacionalização é abordada a partir de uma visão bidimensional, das atividades e do capital. O grau de internacionalização das atividades e do capital foi calculado pela média aritmética de indicadores já relacionados na literatura. A qualidade da governança foi obtida a partir de um índice composto por 19 itens que versam sobre acesso e conteúdo das informações; órgãos e agentes da governança corporativa; estrutura de propriedade e controle – aspectos disseminados nos estudos empíricos sobre o tema. Os dados foram coletados dos formulários de referência e relatórios anuais de 2011, utilizando-se a análise de conteúdo. Para teste das hipóteses, foram utilizadas as técnicas de estimação de análise de regressão e de correlação. Os resultados evidenciaram que a internacionalização das atividades influencia positivamente a qualidade da governança, sendo a proporção de receitas no exterior o indicador que mais contribui para essa relação. A internacionalização do capital, por sua vez, não apresentou relação direta com o índice de qualidade da governança corporativa, embora apresente associações com diferentes aspectos da governança. O estudo ajuda a compreender o relacionamento entre a internacionalização e a governança no mercado de capitais brasileiro, sugerindo que as empresas brasileiras que atuam em outros países tendem a adotar melhores práticas de governança, sobretudo o disclosure, a fim de reduzir os custos de transação associados à internacionalização, aumentando a confiança dos stakeholders estrangeiros.

Palavras-chave: Internacionalização das atividades. Internacionalização do capital. Governança corporativa. Qualidade de governança. Companhias abertas do Brasil.

ABSTRACT

This study examines the extent to which the internationalization of 100 major public companies in Brazil affects the quality of their corporate governance mechanisms. Internationalization is approached with a bi-dimensional point of view over capital and activities. Degrees of internationalization of activities and of capital were calculated by the arithmetic average of indicators already related in the literature. Quality of governance was obtained by means of an index made up of 19 items that deal with Information Content and Access, Agents of corporate governance, and Property and control structure, which are widespread aspects in empirical studies on the theme. Data were collected from the reference forms and annual reports of 2011. The content analysis was employed. For the testing hypotheses, estimation techniques of correlation and regression analysis were used. Results evidenced that the internationalization of activities positively influences the quality of governance, and proportion of foreign income is the indicator which contributes the most to this relation. On the other hand, capital internationalization did not present direct relation with the index of corporate governance quality, although it presents associations with different aspects of governance. This study helps understand the relationship between internationalization and governance in the Brazilian capital market, which would lead one to suggest that Brazilian companies operating in foreign markets tend to adopt better governance practices, especially concerning disclosure, in order to reduce the transaction costs associated to internationalization, which results in increased trust by foreign stakeholders.

Keywords: Internationalization of activities. Internationalization of capital. Corporate governance. Quality of governance. Brazilian public companies.

Data de submissão: 02/01/2014. Data de aceite: 08/07/2015. Data de publicação: 24/11/2015.

¹ Mestrando em Administração e Controladoria pela UFC

² Mestrando em Administração e Controladoria pela UFC

³ Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC e Professora Adjunta da Universidade Federal do Ceará – UFC

⁴ Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo – USP e Professora Adjunta da Universidade Federal do Ceará – UFC

1 INTRODUÇÃO

O termo “internacionalização” ganha destaque com a pressão para liberalização dos sistemas financeiros domésticos e para adesão ao princípio da livre mobilidade dos capitais como fator inerente ao processo de globalização.

Por meio de uma política governamental que proporcionou a abertura progressiva do comércio exterior (PLATCHEK; FLORIANI; BORINI, 2012), a abertura da economia brasileira se deu em meados da década de 1990, com a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e o acesso dos residentes às modalidades de financiamento internacional. A liberalização dos investimentos estrangeiros ocorreu de forma significativa nos diversos segmentos do mercado financeiro doméstico (FREITAS; PRATES, 2001).

Diante da amplitude do tema, o presente estudo utiliza-se do conceito de “internacionalização” relacionado às atividades econômicas e à origem do capital. Hassel et al. (2003) apresentam essas duas dimensões como relacionadas à esfera de produção das empresas e à governança corporativa, respectivamente. Pela perspectiva da primeira dimensão, a empresa se internacionaliza buscando a realização dos negócios, que vão dos processos de exportação à produção no exterior, fora das fronteiras geográficas do país (SILVA; RUEDIGER; RICCIO, 2007). No que tange à segunda dimensão, a internacionalização incide sobre os tipos de investidor, e estes possuem um grau significativo de influência na gestão da empresa (HASSEL et al., 2003).

O crescimento do número de investidores institucionais no Brasil fez com que a adoção de melhores práticas de governança corporativa fosse de fato efetivada. As regras de governança corporativa têm sido promovidas como forma de proteger e encorajar investimentos no leste europeu, Ásia e outros mercados emergentes, incluindo o Brasil. Para atrair capital internacional, diversas empresas passaram a intensificar o movimento de governança corporativa, procurando fornecer aos investidores mecanismos que lhes assegurem mais proteção (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005).

La Porta et al. (2000) enfatizam que países onde é maior a qualidade da governança corporativa atraem mais investidores, já que lhes asseguram mais proteção. A proteção legal encoraja o desenvolvimento do mercado financeiro à medida que fornecedores de recursos financeiros, credores, por intermédio de medidas que protejam seus investimentos, tornam os empréstimos mais atraentes, ao passo que os investidores do mercado de capitais passam a comprar maiores volumes de ações (LA PORTA et al., 2000). Cabral e Silva Junior (2006) atentam para a importância de fatores macroeconômicos e microeconômicos para a continuidade das atividades exportadoras de uma empresa. Neste sentido, a busca pelo sucesso na atividade exportadora

impulsiona a empresa a estabelecer uma estrutura sólida de governança (AGUIAR; CÂNDIDO; ARAÚJO, 2008).

Esse contexto reflete a relação de dependência mútua entre as temáticas internacionalização e governança corporativa, tanto pela perspectiva das atividades como pela do capital. Por um lado, destaca-se o papel da governança no processo de internacionalização das empresas, à medida que ajuda a reduzir a percepção do risco por parte dos investidores externos (SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011); bem como na decisão de se internacionalizar de forma planejada e racional (GARRIDO, 2007). Por outro lado, estudos demonstram o efeito positivo da internacionalização na qualidade da governança (AMARAL et al., 2007; ANANCHOTIKUL, 2007; FAROOQUE; YARRAM; KHANDAKER, 2009).

Considerando a segunda ótica dessa relação, a pesquisa pretende responder à seguinte questão: qual a influência da internacionalização das maiores companhias abertas brasileiras na qualidade da sua governança corporativa?

De acordo com a problemática apresentada e com as considerações da literatura acerca da internacionalização sob as dimensões das atividades e do capital, a pesquisa testa as duas seguintes hipóteses: H1 – empresas com maior grau de internacionalização das atividades detêm mais qualidade de governança; e H2 – empresas com maior grau de internacionalização do capital obtêm mais qualidade de governança.

O estudo tem como objetivo geral analisar em que medida a internacionalização das maiores companhias abertas do País afeta a qualidade de seus mecanismos de governança corporativa. No sentido de facilitar o alcance do objetivo geral, foram delineados os dois seguintes objetivos específicos: (i) identificar o grau de internacionalização das atividades e do capital das empresas; e (ii) examinar a qualidade da governança corporativa das empresas.

Para tanto, são analisadas as 100 maiores companhias abertas do Brasil, segundo o ranking da revista Exame Maiores e Melhores, edição 2012, adotando-se como proxies do grau de internacionalização das atividades a proporção de receitas e de empregados das empresas no exterior e a dispersão geográfica das suas atividades internacionais (SULLIVAN, 1994; BARCELLOS, 2010; FDC, 2011; UNCTAD, 2012). Como proxies do grau de internacionalização do capital, consideram-se o percentual de capital social estrangeiro, a participação estrangeira no controle e a listagem em mercados estrangeiros (AMARAL et al., 2007; BARCELLOS, 2010; HASSEL et al., 2003; MAIA; GALLON; DE LUCA, 2012; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011).

A mensuração da qualidade da governança corporativa será obtida por meio da construção de um índice, baseado nos estudos de Silveira (2004), Correia, Amaral e Louvet (2011), da Klynveld Peat Marwick Goedeler (KPMG, 2012) e nas recomendações propostas pelo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009).

Com vistas ao alcance do objetivo geral do estudo, o efeito da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa será analisado por meio da regressão linear múltipla, considerando variável dependente o índice da qualidade da governança corporativa, e como variáveis independentes o grau de internacionalização das atividades e o do capital das companhias. Também serão incluídas no modelo econométrico duas variáveis de controle: o tamanho e o setor de atividade das empresas.

Este estudo se torna relevante por tratar do relacionamento entre internacionalização e governança corporativa, duas temáticas em evidência no atual cenário do mercado de capitais brasileiro e internacional. Outrossim, aborda a internacionalização por uma perspectiva bidimensional (HASSEL et al., 2003), pouco explorada na literatura nacional. Os resultados desta pesquisa poderão contribuir também para enriquecer a atual discussão sobre o aumento da qualidade da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro (IBGC, 2009).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Investimentos estrangeiros e internacionalização das empresas

A estabilização e o crescimento da economia após o Plano Real e a abertura comercial contribuíram para o aumento do fluxo de investimentos estrangeiros no Brasil, tanto de entrada (investimentos estrangeiros no Brasil) quanto de saída (investimentos brasileiros no exterior) (SILVEIRA, 2008). O aumento desses investimentos no País nas duas últimas décadas contribuiu para o processo de internacionalização das empresas brasileiras, estudado neste artigo sob duas perspectivas: internacionalização das atividades e internacionalização do capital, em conformidade com Hassel et al. (2003).

Segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC, 2009), a internacionalização das atividades ocorre quando residentes de determinado país obtêm o acesso a bens e serviços com origem em outros países, através das empresas transnacionais, que controlam ativos produtivos em mais de um país.

O grau de internacionalização das atividades das empresas transnacionais é anualmente mensurado pela United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), em escala mundial, e pela Fundação Dom Cabral (FDC), no contexto brasileiro. Ambas utilizam como proxies para essa medição as razões entre ativos no exterior e ativos totais; vendas no exterior e vendas totais; empregados no exterior e total de empregados (FDC, 2011; UNCTAD, 2012). No meio acadêmico, destaca-se o estudo de Sullivan (1994), que desenvolveu a escala do grau de internacionalização, do inglês Degree Of Internationalization (DOI), analisando os atributos performance, estrutura e atitude. Por meio de análise fatorial, foram

incluídos cinco itens na composição do DOI: (i) percentual de vendas no exterior sobre total de vendas, (ii) percentual de ativos estrangeiros sobre total de ativos, (iii) percentual de subsidiárias no exterior sobre total de subsidiárias, (iv) experiência internacional dos principais gestores, e (v) dispersão psíquica das operações internacionais.

A internacionalização do capital, menos abordada pela academia, pode ser entendida como a busca por investidores estrangeiros para o financiamento das atividades empresariais (HASSEL et al., 2003). O estudo de Hassel et al. (2003) trata mais detalhadamente dessa perspectiva, denominando-a dimensão da governança corporativa da internacionalização, aplicada a empresas sediadas em países que não adotam o modelo anglo-saxão de governança. Segundo os autores, essas empresas buscam investidores de países de governança anglo-saxã devido à melhor performance das companhias financiadas por esses investidores. Silveira (2008) acrescenta que a presença em mercados desenvolvidos aumenta o valor da empresa.

Para mensurar o grau de internacionalização do capital, Hassel et al. (2003) utilizam três variáveis: listagem em bolsas de valores estrangeiras, percentual de capital estrangeiro na composição do capital social e internacionalização dos padrões contábeis. Nas pesquisas nacionais, a emissão de American Depositary Receipt (ADR) por empresas brasileiras na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse) é bastante utilizada como proxy de internacionalização (SILVEIRA, 2004; AMARAL et al., 2007; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011). Silveira (2008) destaca que a emissão de ADR contribui para a melhoria da governança corporativa, reduzindo o custo do capital próprio.

2.2 Qualidade da governança corporativa

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, o que facilita seu acesso a recursos e contribui para sua longevidade (IBGC, 2009). Nessa mesma perspectiva, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2004) contribui estabelecendo que a governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas, tratando-os de forma isonômica, independentemente de serem minoritários, majoritários, nacionais ou estrangeiros; que as informações devem ser disponíveis e transparentes, divulgando-se oportunamente os fatos relevantes. É nessa conjuntura que as melhores práticas de governança se apresentam como aspecto-chave para conter os problemas de agência (relação entre proprietários e gestores).

Becht, Bolton e Röell (2005) observam que as regras de governança corporativa têm sido promovidas, em parte, como forma de proteger e encorajar os investimentos no leste europeu, Ásia e outros mercados emergentes, como o Brasil. As empresas que adotam boas práticas de

governança corporativa devem fornecer informações de qualidade, o que diminui as incertezas dos investidores no processo de avaliação e risco. Nesse sentido, o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, que parece estar ligado à diminuição do risco de crédito associado a essas empresas (VIEIRA; MENDES, 2004). Silva (2010) assegura que a redução do risco melhora significativamente o preço das ações, o que estimula a abertura de capital, novas emissões, além de fortalecer o mercado acionário como alternativa de financiamento para as empresas e reduzir o custo de capital.

A governança corporativa engloba, portanto, um conjunto de mecanismos cuja finalidade é proteger os investidores contra a expropriação de gestores e acionistas controladores, ao propiciar a redução da assimetria de informações entre empresa e os agentes envolvidos. Nos países em que esses mecanismos são mais efetivos, há maior visibilidade dos investidores, já que lhes é assegurada mais proteção (LA PORTA et al., 2000).

A adoção das melhores práticas de governança tem se expandido tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos mercados em desenvolvimento. Entretanto, mesmo em países de igual idioma e sistemas legais similares, o emprego dessas práticas apresenta diferenças quanto a estilo, estrutura e enfoque. Não há unanimidade sobre a correta aplicação das práticas de governança nos mercados, podendo-se, no entanto, afirmar que todos se baseiam nos princípios de transparência, independência e prestação de contas (accountability) como meio de atrair investimentos para os negócios e para o país (IBGC, 2009).

As transformações estruturais ocorridas nos anos 1990 no Brasil – abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – produziram importantes reflexos na estrutura de governança corporativa no País, que pode ser mais bem compreendida à luz do modelo de desenvolvimento do mercado de capitais introduzido pela Lei n. 4.728/1965. Até então, o mercado era bastante desregulado. A partir da percepção governamental de que o mercado de valores mobiliários era importante para o desenvolvimento do País, criou-se uma legislação própria e desenharam-se incentivos para a promoção desse mercado (BORGES; SERRÃO, 2005). Apesar de todas as transformações, Silva (2010) informa que o mercado acionário brasileiro ainda apresenta as seguintes características: alta concentração de propriedade, controle familiar, controle compartilhado e de grupos multinacionais, além do que os interesses dos minoritários ainda não são integralmente reconhecidos.

Diversas corporações tiveram de adotar uma série de regras que estivessem de acordo com as normas vigentes nos Estados Unidos para realizar a emissão de ações no mercado daquele país. Como esse mercado exige um grau mais elevado de disclosure quando comparado ao brasileiro, o mercado de capitais brasileiro procura tornar efetiva a adoção das práticas de governança corporativa. Para tanto, a Bolsa de Valores, Mercadorias

e Futuros (BM&FBOVESPA, 2011) criou os segmentos de listagem diferenciados, possibilitando detectar quais companhias seguem as melhores práticas de governança.

O tema governança corporativa tem grande importância prática em todo o mundo, e mesmo em economias de mercado avançadas há desacordo sobre a qualidade dos mecanismos de governança. Compreender a governança não só ilumina a discussão de melhorias, talvez marginais em economias ricas, mas também pode estimular mudanças institucionais em países onde ela precisa ser modificada (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

2.3 Internacionalização e governança corporativa

A literatura sinaliza a relação de mútua dependência entre as duas temáticas em epígrafe. Assim como a governança corporativa, por meio de seus princípios e instrumentos, exerce importante papel no processo de internacionalização de empresas (SILVA, 2010), este exige maiores índices de qualidade de governança, diferentemente das empresas que não participam desse processo (AMARAL et al., 2007).

Conforme Ferreira et al. (2013, p. 136), “as economias capitalistas mais desenvolvidas têm seu crescimento vinculado a um mercado de capitais organizado e que tenha credibilidade”. Nesse sentido, os autores enfatizam que a importância da governança é diretamente relacionada ao impacto que a adoção de seus mecanismos causa para as empresas e que, conseqüentemente, “a existência de um mercado de capitais forte e confiável é imprescindível para a capitalização das empresas, representando uma mola propulsora para o desenvolvimento de um país” (FERREIRA et al., 2013, p. 136).

Tem-se, portanto, que a busca dos investidores por mercados com retornos mais atraentes requer a análise dos níveis de governança adotados. Por essa razão, as empresas passaram a intensificar o movimento de governança corporativa, no intuito de oferecer mecanismos que assegurassem mais proteção aos investidores. Afinal, os países detentores de mecanismos de governança bem desenvolvidos são os que acabam atraindo mais investidores (NAKAYASU, 2006). Ademais, listar ações nas principais bolsas de valores pode sinalizar positivamente para o acionista. Fuerst (1998) demonstrou que os gestores sinalizam suas qualidades ao listar as ações em bolsas com regras mais rigorosas, o que aumenta a confiança e a riqueza do acionista, ao reduzir benefícios próprios de controle.

É importante compreender que desde o momento que resolve explorar o mercado estrangeiro, mesmo na sua forma mais simples, ou seja, por meio do processo de exportação, a empresa enfrenta custos, associados à busca de informações ou ao cumprimento de contratos (EXPORT MANAGER, 2008).

Quando a empresa efetivamente decide entrar no mercado internacional, por meio de uma aliança es-

tratégica, subsidiária própria ou adquirida, surgem novos custos – são os custos de internacionalização. Esses custos estão relacionados a fatores como obtenção de melhor conhecimento do mercado, construção da empresa no exterior, custo de controle e coordenação das atividades, custos de flexibilidade e reversibilidade dos investimentos (EXPORT MANAGER, 2008). Quando os custos de internacionalização são superiores aos custos de transação, a empresa prefere não instalar subsidiárias no mercado, e vice-versa. Portanto, a decisão da empresa por incrementar suas formas de internacionalização perpassa o trade-off dos custos de transação e internacionalização.

Sob a perspectiva do custo de capital próprio, Stulz (2009) afirma que as instituições com fraca governança enfrentam relevantes custos associados à assimetria de informações e aos problemas de agência, tendo dificuldade em obter recursos financeiros mais baratos. Isso devido aos custos associados de se analisar a empresa com mais critério, bem como à dificuldade de se encontrar um provedor de recursos financeiros. Alguns estudiosos têm pesquisado o relacionamento entre os padrões de governança de alguns países e os correspondentes fluxos de IDE. Em uma amostra de 36 países em desenvolvimento, Globerman e Shapiro (2002) encontraram evidências de que as nações com boa estrutura de governança favorecem a entrada de investimentos estrangeiros, bem como que as empresas sediadas nesses países são mais propensas a investir em mercados internacionais. Nessa mesma linha, Farooque, Yarram e Khandaker (2009), por meio de uma amostra de 173 países, demonstraram que não somente os padrões de governança de um país podem influenciar o fluxo de IDE, como também um maior fluxo de IDE impacta positivamente a governança de um país. Lien et al. (2005) pesquisaram o impacto da governança corporativa na internacionalização das atividades de 228 firmas listadas na bolsa de valores de Taiwan, comprovando que a forma de controle e características do conselho de administração têm relação com a presença de investimentos no exterior, o número de projetos internacionais assumidos e a importância do investimento no exterior para as atividades das empresas. Ananchotikul (2007) estudou o impacto da internacionalização do capital na qualidade da governança de 375 empresas tailandesas, concluindo que não há melhoria da governança em empresas com grande participação acionária de empresas industriais estrangeiras, ao passo que as compras de participação minoritária por investidores institucionais estrangeiros levam a melhorias na governança corporativa. Em pesquisa junto a 45 empresas espanholas, Barroso, Villegas e Calero (2011) constataram uma relação negativa entre a duração do mandato do conselho de administração e a internacionalização. O mesmo estudo revelou que a experiência dos diretores no setor de atuação e seu desempenho acadêmico são decisivos para elevar o grau de internacionalização.

No Brasil, Amaral et al. (2007) estudaram o

efeito da internacionalização na qualidade da governança de 128 empresas listadas na BM&FBovespa entre 2003 e 2005, constatando que as 100 maiores exportadoras ou que emitem ADR registram maior índice de qualidade de governança corporativa. Ao analisar as 100 maiores companhias listadas na BM&FBovespa em 2007, Souza, Murcia e Marcon (2011) identificaram que a emissão de ADR, proxy de internacionalização, está associada ao melhor disclosure econômico e à alta governança. Ao investigar a relação entre o percentual de capital social estrangeiro e a listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, nos exercícios de 2009 e 2010, Maia, Gallon e De Luca (2012) identificaram que as empresas do setor de construção e transportes participantes daqueles segmentos apresentam maior representatividade do capital estrangeiro no seu capital social do que as não participantes.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população da pesquisa compreende as 100 maiores companhias abertas do Brasil, em valor de mercado, no ano 2011, segundo o ranking divulgado pela revista Exame Maiores e Melhores (edição 2012). Os dados foram coletados entre novembro e dezembro de 2012, tendo como principais fontes os seguintes documentos das empresas, referentes ao exercício de 2011: formulários de referência (FR), disponíveis no portal eletrônico da CVM; e relatórios anuais (RA), disponíveis nos websites das empresas.

Seguindo recomendações acadêmicas, para se atingir o primeiro objetivo específico, foram utilizadas oito proxies, conforme apresenta o quadro 1. O grau de internacionalização das atividades (GIAT) foi obtido calculando-se a média aritmética das variáveis RECEX, EMPREX e DISPEGEO. O índice de ativos no exterior, utilizado como uma das proxies de internacionalização das atividades (UNCTAD, 2012), não foi utilizado, pois esta pesquisa se restringe a documentos disponíveis publicamente. O grau de internacionalização do capital (GICA) foi obtido calculando-se a média das variáveis CAPIEST, CONTROLEST e LISTAGEST.

Quadro 1 – Operacionalização das variáveis do estudo

Variável	Proxy	Base teórica	Operacionalização	Fonte dos dados
Qualidade da governança corporativa	Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)	Silveira (2004), IBGC (2009), Correia, Amaral e Louvet (2011) e KPMG (2012)	Razão entre a pontuação da empresa e a pontuação máxima possível	FR, RA e websites das companhias
Internacionalização das atividades	Receitas no exterior (RECEX)	Sullivan (1994), FDC (2011) e UNCTAD (2012)	Razão entre a receita obtida no exterior e a receita total	FR (item 7.6)
	Empregados no exterior (EMPRES)	Sullivan (1994), FDC (2011) e UNCTAD (2012)	Razão entre o número de empregados no exterior e o total de empregados	FR (item 14.1)
	Dispersão psíquica das operações internacionais (DISPEGEO)	Sullivan (1994) e Barcellos (2010)	Razão entre a quantidade de zonas geográficas onde atua a companhia e o total de zonas geográficas do mundo ^(a)	FR (itens 7.1 a 7.3)
	Grau de Internacionalização das atividades (GIAT)	-	Média aritmética das variáveis RECEX, EMPRES e DISPEGEO	-
Internacionalização do capital	Capital social estrangeiro (CAPIEST)	Hassel et al. (2003) e Barcellos (2010)	Razão entre o número de ações pertencentes a investidores estrangeiros com participação significante e o total de ações	FR (item 15.1)
	Participação estrangeira no controle (CONTROLEST)	Barcellos (2010)	Variável dummy para empresa cujo controle final possui participação estrangeira	FR (itens 8.1 e 15.1)
	Listagem em mercados estrangeiros (LISTAGEST)	Hassel et al. (2003) e Barcellos (2010)	Razão entre a quantidade de países onde seus valores mobiliários são listados e o total de países com listagem de valores mobiliários da amostra ^(b)	FR (item 18.7)
	Grau de internacionalização do capital (GICA)	-	Média aritmética das variáveis CAPIEST, CONTROLEST e LISTAGEST	-
Variáveis de controle	Tamanho (TAM)	Silveira (2004)	Logaritmo natural do total de ativos da companhia em 31/12/2010	FR (item 3.1)
	Setor de atividade (SETOR)	Silveira (2004)	Variável dummy do setor de atividade da companhia, segundo classificação da revista Exame (2012)	Exame Maiores e Melhores (2012)

Notas: (a) Zonas geográficas consideradas: América Latina (exceto Brasil), América Anglo-saxônica, Europa, Oriente Médio, Ásia (restante), África e Oceania; (b) Países onde são negociados valores mobiliários das empresas da amostra: Argentina, Espanha, Estados Unidos, Japão, Luxemburgo, Singapura, além do Global Depository Receipts, totalizando sete pontos (pontuação máxima).

Fonte: elaborado pelos autores.

Para atingir o segundo objetivo específico, foi construído um índice de qualidade da governança corporativa (IQGC) baseado nos estudos de Silveira (2004), Correia, Amaral e Louvet (2011) e KPMG (2012), assim como nas recomendações do

Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009). O instrumento traz um checklist reunindo 19 itens, distribuídos em três categorias da qualidade da governança corporativa, conforme apresenta o quadro 2.

Quadro 2 – Composição do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)

Categoria	N.	Item analisado	Base teórica	Fonte dos dados	Pontuação máxima
Acesso e Conteúdo das Informações	1	A empresa disponibiliza o relatório anual de 2011 em seu website	Silveira (2004)	Websites das companhias	7
	2	A empresa disponibiliza o código de ética e/ou de conduta em seu website	Silveira (2004), IBGC (2009) e KPMG (2012)	Websites das companhias	
	3	O website da empresa contém uma página de relação com investidores	Silveira (2004)	Websites das companhias	
	4	A empresa implementa uma política de divulgação institucional	IBGC (2009) e KPMG (2012)	FR (item 21.1)	
	5	A empresa disponibiliza sua política de gerenciamento de risco no formulário de referência	KPMG (2012)	FR (item 5.2)	
	6	O relatório anual e/ou o website possui uma seção de governança corporativa	Silveira (2004)	RA	
	7	A empresa evidencia projeções econômico-financeiras	Silveira (2004)	FR (item 11.1)	
Órgãos e agentes da governança corporativa	8	Os cargos de CEO e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas distintas	Silveira (2004) e Correia, Amaral e Louvet (2011)	FR (itens 12.6 a 12.8)	8
	9	O conselho de administração tem entre cinco e 11 membros	Silveira (2004), IBGC (2009) e Correia, Amaral e Louvet (2011)	FR (itens 12.6 a 12.8)	
	10	O conselho de administração tem pelo menos 50% de conselheiros externos	Silveira (2004), IBGC (2009) e Correia, Amaral e Louvet (2011)	FR (itens 12.6 a 12.8)	
	11	O mandato do conselho de administração tem duração de um ano, podendo haver uma recondução	Silveira (2004) e IBGC (2009)	FR (item 12)	
	12	Não existe acordo de acionistas na empresa	Silveira (2004)	FR (item 15.5)	
	13	O conselho de administração possui comitês de assessoramento	IBGC (2009) e KPMG (2012)	FR (item 12.7)	
	14	A empresa possui mecanismos de avaliação do conselho de administração	IBGC (2009) e KPMG (2012)	FR (item 12.1)	
	15	O conselho fiscal é permanente	IBGC (2009) e KPMG (2012)	FR (item 12.1)	
Estrutura de propriedade e controle	16	O capital é formado tão somente por ações ordinárias	Silveira (2004)	FR (item 15.3)	4
	17	Os controladores possuem menos que 59,57% das ações ordinárias (*)	Silveira (2004)	FR (itens 8.1 e 15.1)	
	18	O percentual das ações com direito a voto (ordinárias) dos controladores é inferior ou igual ao de sua participação no capital total (*)	Silveira (2004)	FR (item 15.1)	
	19	A empresa oferece 100% de tag along para todos os acionistas	Silveira (2004) e IBGC (2009)	FR (item 18.1)	
Pontuação total					19

Notas: (a) Parâmetro de percentual de ações ordinárias do item 17 (59,57%) e diferença entre ações ordinárias e total de ações de controladores do item 18 (0,00%), estipulados, conforme Silveira (2004), pela mediana da amostra.

Fonte: elaborado pelos autores.

Para cada item do quadro 2 é atribuído 1 ponto para a empresa que satisfaz o parâmetro estipulado, e zero para aquela que não o satisfaz, sendo o IQGC mensurado pela razão entre os pontos alcançados e a pontuação máxima.

O efeito da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa das maiores companhias abertas do Brasil, objeto principal deste estudo, foi analisado por meio de regressão linear múltipla, com uso do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e procedimento stepwise de entrada de variáveis. No modelo final, foram consideradas as variáveis significantes a um nível de 0,05 que melhoram o poder explicativo do modelo.

As hipóteses foram testadas por meio de dois modelos econométricos, em que a variável dependente é o índice de qualidade da governança corporativa (IQGC) e são variáveis independentes a internacionalização das atividades e a internacionalização do capital. O primeiro modelo trata a internacionalização sob a visão bidimensional proposta por Hassel et al. (2003), tendo como variáveis independentes o grau de internacionalização das atividades (GIAT) e o grau de internacionalização do capital (GICA), de acordo com a Equação 1. O segundo modelo visa identificar a influência multidimensional da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa (BARCELLOS, 2010), tendo como variáveis independentes os seis indicadores individualizados de internacionalização (Equação 2). Foram incluídas nos modelos duas variáveis de controle: o tamanho da companhia (TAM) e o setor de atividade econômica (SETOR), para isolar efeitos que também pudessem afetar a qualidade da governança corporativa.

$$IQGC = \alpha + \beta_1 GIAT + \beta_2 GICA + \beta_3 TAM + \sum \beta_n SETOR + \varepsilon$$

(Equação 1)

$$IQGC = \alpha + \beta_1 RECEX + \beta_2 EMPREX + \beta_3 DISPEGEO + \beta_4 CAPIEST + \beta_5 CONTROLEST + \beta_6 LISTAGEST + \beta_7 TAM + \sum \beta_n SETOR + \varepsilon$$

(Equação 2)

Adicionalmente, foi testada a associação entre as variáveis de internacionalização (quadro 1) e o IQGC segregado por categoria, conforme visualizado no quadro 2. Para tanto, utilizou-se o teste de correlação de Spearman, recomendado para variáveis que não seguem uma distribuição normal (COLLIS; HUSSEY, 2005), como algumas variáveis deste estudo.

4 RESULTADOS

4.1 Internacionalização das atividades e do capital

A internacionalização foi mensurada por meio de índices de internacionalização das atividades e do capital, formados pela interação de três indicadores específicos cada. A tabela 1 trata dos resultados médios dos indicadores e dos graus de internacionalização das atividades, enquanto a tabela 2 mostra os valores médios dos indicadores e dos graus de internacionalização do capital. Adicionalmente, foram relatados os resultados segregados por setor de atividade, conforme classificação da revista Exame Maiores e Melhores edição 2012.

Tabela 1 – Grau de internacionalização das atividades

Setor	N. de empresas	Empregados no Exterior (%)	Receitas No exterior (%)	Dispersão geográfica das atividades (%)	Grau de internacionalização das atividades (%)
Bens de consumo	8	15,0	38,8	48,2	34,0
Diversos	4	0,0	0,6	14,3	5,0
Energia	24	0,9	2,2	10,1	4,4
Finanças e seguros (*)	9	0,6	0,1	19,0	6,6
Indústria da construção	4	0,0	1,0	10,7	3,9
Serviços	19	0,0	1,6	5,3	2,3
Siderurgia e metalurgia	3	22,1	27,7	42,9	30,9
Telecomunicações	7	0,0	1,8	12,2	4,7
Têxtil	3	10,2	6,9	14,3	10,4
Transporte	3	1,6	4,0	19,0	8,2
Varejo	6	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros setores (**)	10	5,7	44,4	55,7	35,3
Total	100	3,1	9,7	18,7	10,5

Notas: valores médios por setor. (a) Agregação das companhias dos setores de finanças (7) e seguros (2), pela afinidade de atividades. (b) Setores com menos de três observações: autoindústria (2), bens de capital (1), eletroeletrônico (1), indústria digital (1), mineração (2), papel e celulose (2), química e petroquímica (1). Fonte: elaborada pelos autores.

A média do grau de internacionalização das atividades é de 10,5% (tabela 1), com desvio padrão de 17,8%, o que revela alta dispersão dos dados. A empresa que apresenta maior GIAT é a Vale S.A. (70,2%), do setor de mineração. 62 empresas, por sua vez, obtiveram escore zero, com destaque para o setor de varejo, cujas seis empresas objeto de análise revelaram não exercer nenhuma atividade no exterior. A dispersão geográfica das atividades é o indicador que mais contribui para o grau de internacionalização das atividades, e os setores mais internacionalizados nessa dimensão são bens de consumo, e siderurgia e metalurgia.

Quanto aos indicadores individualizados, o setor de siderurgia e metalurgia apresenta a maior média de empregados no exterior, impulsionada pela Metalúrgica Gerdau S.A., com escore de 45,3%, o segundo maior da amostra. A empresa JBS S.A. registra a maior porcentagem de empregados no exterior: 61,6%. Constatou-se que 85 empresas declararam não possuir empregados no exterior.

A empresa com maior percentual de receita no exterior é a Embraer S.A. (89%), do setor de autoindústria. Notou-se ainda que em 68 empresas a receita provém tão somente das vendas no território nacional. Quatro empresas exercem atividades em todas as regiões analisadas, enquanto outras 63 empresas declararam não exercer atividades fora do Brasil. A América Latina é a região com maior presença das empresas pesquisadas (33), enquanto apenas nove atuam no continente africano.

Tabela 2 – Grau de internacionalização do capital

Sector	N. De empresas	Participação estrangeira no controle (%)	Capital social Estrangeiro (%)	Listagem em mercados estrangeiros (%)	Grau de Internacionalização do capital (%)
Bens de consumo	8	37,5	20,9	7,1	21,9
Diversos	4	0,0	23,5	14,3	12,6
Energia	24	45,8	16,1	10,1	24,0
Finanças e seguros (a)	9	22,2	16,4	11,1	16,6
Indústria da construção	4	25,0	8,1	10,7	14,6
Serviços	19	10,5	12,0	4,5	9,0
Siderurgia e metalurgia	3	33,3	8,7	23,8	22,0
Telecomunicações	7	42,9	11,6	10,2	21,6
Têxtil	3	0,0	2,9	0,0	1,0
Transporte	3	33,3	8,1	9,5	17,0
Varejo	6	50,0	16,0	7,1	24,4
Outros setores (b)	10	10,0	3,1	17,1	10,1
Total	100	28,0	13,2	9,7	17,0

Notas: valores médios por setor. (a) Agregação das companhias dos setores finanças (7) e seguros (2), pela afinidade de atividades. (b) Setores com menos de 3 observações: autoindústria (2), bens de capital (1), eletroeletrônico (1), indústria digital (1), mineração (2), papel e celulose (2), química e petroquímica (1).
Fonte: elaborada pelos autores.

De acordo com a tabela 2, o grau de internacionalização do capital médio das empresas é de 17%, com desvio padrão de 19,2%. Esses resultados autorizam inferir que o capital das maiores companhias abertas do Brasil é mais internacionalizado que suas atividades, embora haja uma grande dispersão dos dados. A empresa com o capital mais internacionalizado é o Banco Santander do Brasil S.A. (finanças e seguros), filial do banco espanhol de mesmo nome, com 63,1%. Foi possível identificar que 19 companhias obtiveram escore nulo nos três indicadores relativos à internacionalização do capital. O indicador de maior média refere-se à participação estrangeira no controle, e os setores mais internacionalizados são varejo e energia. As empresas do setor têxtil apresentaram os menores graus de internacionalização do capital.

A análise da participação estrangeira no controle levou em conta a presença de estrangeiros no grupo de controladores finais, constatada em 28 companhias. Quanto à origem do capital, a empresa que apresentou maior percentual de ações pertencentes a investidores estrangeiros é a Companhia de Gás de São Paulo (80,5%). Por sua vez, 40 empresas não possuem capital de origem estrangeira investido de forma direta (IDE), embora ocorreram casos em que investidores finais estrangeiros utilizam controladas sediadas no Brasil para realizar investimentos

no País, e vice-versa. A Braskem S.A., do setor química e petroquímica, é a que emite valores mobiliários em maior quantidade de países (quatro). Das 52 empresas emitentes, 48 o fazem nos EUA, cujo mercado registra o maior percentual de negociação de títulos das empresas pesquisadas.

Corroborando com Hassel et al. (2003), a análise conjunta dos graus de internacionalização das atividades e do capital demonstra que essa visão bidimensional pode ser aplicada, existindo baixa relação entre ambas. Das 10 empresas que apresentaram os maiores graus de internacionalização das atividades, apenas a Souza Cruz S.A. (bens de consumo) também revelou um alto índice de internacionalização do capital, com 50,3% e 58,4%, respectivamente. O coeficiente de correlação de Pearson entre o GIAT e o GICA em toda a amostra retornou um valor baixo (-0,068) e não significativo (p-value de 0,502).

4.2 Qualidade da governança corporativa

A qualidade da governança corporativa foi mensurada a partir de um índice composto por 19 itens, avaliados em três categorias. A tabela 3 mostra os valores médios de cada categoria e do IQGC, segmentados por setor.

Tabela 3 – Qualidade da governança corporativa

Sector	N. de empresas	Acesso e conteúdo das informações (%)	Órgãos e agentes da governança corporativa exterior (%)	Estrutura de propriedade e controle (%)	IQGC (%)
Bens de consumo	8	83,9	56,3	71,9	69,7
Diversos	4	78,6	50,0	56,3	61,8
Energia	24	74,4	52,6	34,4	56,6
Finanças e seguros (a)	9	87,3	62,5	36,1	66,1
Indústria da Construção	4	82,1	56,3	93,8	73,7
Serviços	19	77,4	53,9	90,8	70,6
Siderurgia e metalurgia	3	66,7	45,8	33,3	50,9
Telecomunicações	7	71,4	50,0	28,6	53,4
Têxtil	3	57,1	41,7	41,7	47,4
Transporte	3	76,2	50,0	41,7	57,9
Varejo	6	81,0	45,8	58,3	61,4
Outros setores (b)	10	75,7	55,0	60,0	63,7
TOTAL	100	77,0	53,1	55,5	62,4

Notas: valores médios por setor. (a) Agregação das companhias dos setores finanças (7) e seguros (2), pela afinidade de atividades. (b) Setores com menos de três observações: autoindústria (2), bens de capital (1), eletroeletrônico (1), indústria digital (1), mineração (2), papel e celulose (2), química e petroquímica (1).
Fonte: elaborada pelos autores.

O IQGC médio é de 62,4%, correspondentes a aproximadamente 12 dos 19 itens analisados, com desvio padrão de 13,9%, mostrando a baixa dispersão dos dados. Esse resultado é superior aos encontrados por Silveira (2004) e Amaral et al. (2007), que retornaram 33,8% e 41,2%, respectivamente. As diferentes medidas de tempo, a população pesquisada e o período analisado podem explicar essa diferença. A companhia com o maior índice foi a EDP Energias do Brasil S.A.,

do setor de energia (94,7%). As empresas que obtiveram os menores IQGC foram a Telefônica Brasil S.A. (Telecomunicações) e as Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (energia), somando 31,6%. Os setores de serviços e bens de consumo apresentaram as melhores práticas de governança, enquanto os setores têxtil e de siderurgia e metalurgia alcançaram os menores percentuais.

Na categoria “acesso e conteúdo das informações”, 10 empresas obtiveram a pontuação máxima. Por outro lado, a Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebrás (telecomunicações) obteve o menor escore: 14,3%. Na categoria órgãos e agentes da governança corporativa, seis empresas obtiveram índice de 87,5%, o maior da pesquisa, enquanto 11 empresas pontuaram em apenas dois dos oito itens avaliados, alcançando o menor índice (25%). A categoria “estrutura de propriedade e controle” foi a que apresentou o maior desvio padrão, reunindo 32 empresas com pontuação máxima e 22 com pontuação mínima (0%).

Tabela 4 – Correlação entre internacionalização e qualidade da governança corporativa

Proxies de internacionalização	Indicadores de qualidade da governança corporativa			
	Acesso e conteúdo das informações (%)	Órgãos e agentes da governança corporativa exterior (%)	Estrutura de propriedade e controle (%)	IQGC (%)
Empregados no exterior	0,125	0,067	-0,141	0,004
Receitas no exterior	0,176*	0,142	0,074	0,196*
Dispersão geográfica das atividades	0,203**	0,182*	0,001	0,189*
Grau de internacionalização das atividades	0,195*	0,161	0,008	0,177*
Capital social estrangeiro	0,142	-0,064	-0,012	0,009
Listagem em mercados estrangeiros	0,148	0,054	-0,151	-0,003
Participação estrangeira no controle	0,105	-0,165*	-0,269***	-0,187*

Notas: N = 100. Teste de correlação de Spearman.

(*) Valores significativos a $p < 10\%$; (**) valores significativos a $p < 5\%$; (***) valores significativos a $p < 1\%$.

Fonte: elaborada pelos autores.

Embora observem-se coeficientes de correlação baixos (inferior a 30%), alguns índices apresentaram significância estatística. O IQGC apresenta associação positiva com o grau de internacionalização das atividades e dois de seus indicadores: receitas no exterior e dispersão geográfica das atividades. No que tange à internacionalização do capital, a participação estrangeira no controle apresentou associação negativa com o IQGC.

Analisando-se a associação da internacionalização com as categorias de qualidade da governança corporativa, identificou-se que a categoria “acesso e conteúdo das informações” correlaciona-se positivamente com o grau de internacionalização das atividades e do capital. Além disso, essa categoria se associa positivamente com o percentual de receitas no exterior e com a dispersão geográfica das atividades. Esse comportamento mostra

que a internacionalização, de forma geral, está associada a uma maior transparência das empresas que compõem a amostra, corroborando a literatura (LANG; LINS; MILLER, 2003; SOUZA; MURCIA; MARCON, 2011). Destaca-se ainda que, por um lado, como forma de reduzir os custos de internacionalização e atrair negócios no exterior, as empresas transnacionais buscam fornecer um maior número de informações ao mercado; por outro lado, o maior disclosure contribui para o monitoramento dos investidores estrangeiros e reduz o custo de capital da empresa.

A categoria “órgãos e agentes da governança corporativa” foi a que apresentou menor correlação com a internacionalização, associando-se com os indicadores dispersão geográfica das atividades e participação estrangeira no capital, de forma positiva e negativa, respectivamente, a um nível de 10%. Estes resultados indicam que a estrutura de governança das maiores empresas brasileiras não parece ter associação com o nível de seus negócios no exterior e de investimentos estrangeiros em seu capital próprio.

Verificou-se associação negativa da categoria “estrutura de propriedade e controle” com o grau de internacionalização do capital e com a participação estrangeira no controle. Embora essa constatação vá de encontro à hipótese da pesquisa, Ananchotikul (2007) já havia detectado comportamento semelhante nas empresas tailandesas, justificando que, quando detêm o controle, os investidores estrangeiros parecem agir como insiders, em detrimento dos acionistas minoritários. O que também pode justificar esse comportamento é o fato de a maior concentração do capital funcionar como um substituto dos mecanismos formais de governança, uma vez que o controlador possui maior poder sobre a gestão da entidade.

A influência da internacionalização sobre a qualidade da governança foi analisada por meio de regressão linear múltipla MQO com procedimento stepwise de entrada de variáveis, mediante utilização de dois modelos: o modelo 1 possui como variáveis independentes o grau de internacionalização das atividades e o grau de internacionalização do capital, enquanto o modelo 2 apresenta seis indicadores de internacionalização, sob uma perspectiva multidimensional – em ambos os modelos, a variável dependente foi o IQGC. Os resultados da análise estão dispostos na tabela 5.

Os resultados da regressão, apresentados na tabela 5, indicam que o grau de internacionalização das atividades exerce uma influência positiva sobre a qualidade da governança corporativa (modelo 1), assim como o percentual de receitas no exterior (modelo 2), um dos indicadores de internacionalização das atividades. Entre as variáveis de controle, o tamanho da empresa mostra-se como um dos determinantes para a utilização de melhores práticas de governança. Os setores de serviços e construção, na amostra, também demonstraram influenciar positivamente a adoção de melhores práticas de governança, ao passo que o setor de siderurgia e metalurgia apresenta um efeito negativo.

Tabela 5 – Internacionalização e qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas significantes	Modelo 1		Modelo 2	
	Coefficiente (°)	Sig.	Coefficiente (°)	Sig.
Constante	0,214	0,146	0,160	0,260
Setor de serviços	0,132	0,000	0,130	0,000
Tamanho	0,016	0,016	0,019	0,004
Receitas no exterior	-	-	0,168	0,006
Setor de indústria da construção	0,148	0,020	0,149	0,019
Grau de internacionalização das atividades	0,201	0,009	-	-
Setor de siderurgia e metalurgia	-0,156	0,035	-0,150	0,041
Estatística F	7,262	0,000	7,488	0,000
R ²	0,240		0,285	

Notas: N = 100. Regressão linear múltipla pelo método stepwise, tendo como critério de entrada de variáveis a probabilidade de $F \leq 0,5$, e critério de saída a probabilidade de $F \geq 0,10$. Variável dependente: IQGC. (a) Coeficientes B não padronizados. Fonte: elaborada pelos autores.

Dessa forma, há subsídios para a aceitação da primeira hipótese da pesquisa (H1), de que o grau de internacionalização das atividades influencia positivamente a qualidade da governança corporativa, indo ao encontro dos achados de Amaral et al. (2007), que usaram como proxy para a internacionalização das atividades a presença no ranking das 100 maiores empresas brasileiras exportadoras. O fato de a internacionalização das atividades estar associada a um aumento dos custos de transação da entidade (EXPORT MANAGER, 2008) justifica a necessidade de as empresas internacionalizadas buscarem melhores práticas de governança, a fim de mitigar esses custos. O principal fator que contribui para essa relação diz respeito às receitas obtidas no exterior. Induz-se que a necessidade de demonstrar maior segurança a investidores estrangeiros pode fazer com que as empresas brasileiras melhorem seus mecanismos de governança, sobretudo o disclosure de informações (tabela 4).

A hipótese de que o grau de internacionalização do capital afeta positivamente a qualidade da governança corporativa (H2) foi rejeitada. A análise de correlação apresentada na tabela 4 ajuda a compreender esse resultado: a internacionalização do capital correlaciona-se positivamente com a categoria “acesso e conteúdo das informações”, contribuindo para uma maior transparência das empresas. Entretanto, o indicador de qualidade de governança da “estrutura de propriedade e controle” possui relação negativa com o grau de internacionalização do capital, denotando que empresas de capital mais internacionalizado são mais concentradas e possuem menores mecanismos de proteção aos acionistas minoritários.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo analisar em que medida a internacionalização das maiores companhias abertas do Brasil afeta a qualidade de seus mecanismos de governança corporativa. A visão bidimensional da internacionalização das empresas, pouco explorada na literatura, foi tratada a partir da identificação do grau de internacionalização das atividades (GIAT) e do capital (GICA). Apesar de os índices médios serem baixos, constatou-se que a maioria das grandes empresas brasileiras ainda não exerce atividades no exterior, ao passo que apenas 19 empresas não apresentaram nenhuma forma de internacionalização do capital.

A qualidade da governança corporativa foi mensurada por meio do IQGC, que analisou 19 itens relacionados a três categorias da governança: acesso e conteúdo das informações; órgãos e agentes da governança corporativa; estrutura de propriedade e controle. No geral, as empresas da amostra apresentaram um elevado grau de cumprimento dos itens avaliados, já que 81 delas obtiveram IQGC superior a 50%. A análise por categoria evidenciou que as empresas da amostra possuem um nível de transparência destacado, com índice médio de 77% na categoria “acesso e conteúdo das informações”. Nas demais categorias, a média ficou um pouco acima dos 50%.

Os resultados dos testes de regressão sinalizaram um efeito positivo da internacionalização das atividades sobre a qualidade da governança corporativa, identificando-se o percentual de receitas no exterior como o principal responsável por essa influência. A internacionalização do capital, por sua vez, não se mostrou relacionada ao IQGC nas maiores companhias abertas do Brasil; uma possível justificativa para esse comportamento seria a associação antagonica de seus indicadores com as categorias da governança corporativa: positiva com “acesso e conteúdo das informações” e negativa com “estrutura de propriedade e controle”.

Esta pesquisa contribui para o estudo dos negócios internacionais e da governança corporativa, ao analisar a internacionalização sob uma perspectiva bidimensional e a qualidade da governança por meio da análise de itens que tratam da transparência, estrutura da governança e estrutura de propriedade das corporações. Os resultados ajudam a compreender o relacionamento entre a internacionalização e a governança no mercado de capitais brasileiro, sugerindo que as empresas brasileiras que atuam em outros países tendem a melhorar suas práticas de governança, sobretudo o disclosure, a fim de reduzir os custos de transação associados à internacionalização.

O fato de o estudo ter como base apenas um exercício e de ser restrito a 100 companhias impede a generalização dos resultados para o mercado brasileiro.

Sugere-se, portanto, que estudos posteriores possam aplicar testes que englobem maiores intervalos de tempo e uma amostra mais significativa do mercado de capitais brasileiro ou de outros mercados. O baixo coeficiente de correlação R^2 dos modelos propostos também possibilita inferir a necessidade de se incluir

em pesquisas posteriores um maior número de variáveis de controle, como forma de se obter resultados mais robustos. Por fim, a utilização de fontes de dados não abrangidas por esta pesquisa permitirá que outras proxies para internacionalização possam ser analisadas, com destaque para o valor dos ativos no exterior.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, V. S. M.; CÂNDIDO, G. A.; ARAÚJO, G. A. Fatores críticos de sucesso no processo de formação e desenvolvimento de consórcios de exportação no setor de confecções. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 9, n. 3, p. 138-156, 2008.
- AMARAL, H. F. et al. Qualidade da governança corporativa das empresas na Bovespa e internacionalização: evolução 2002-2005. CONGRESSO DO INSTITUTO FRANCO-AMERICANO DE ADMINISTRAÇÃO, 4., 2007, Porto Alegre. Anais... Porto Alegre, 2007.
- ANANCHOTIKUL, N. Does foreign direct investment really improve corporate governance? Evidence from Thailand. [Working paper n. 2008-2009]. Bank of Thailand. Bangkok, Tailândia, 2007.
- BARCELLOS, E. P. Internacionalização de empresas brasileiras: um estudo sobre a relação entre grau de internacionalização e desempenho financeiro. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- BARROSO, C.; VILLEGAS, M. M.; CALERO, L. P. Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, v. 19, n. 4, p. 351-367, 2011.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖEL, A. Corporate governance and control. *Finance Working Paper n. 02/2002*, European Corporate Governance Institute, 2005.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) 2011 – início de uma nova década de crescimento. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2012.
- BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa no Brasil. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.
- BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF. 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 21 jan. 2013.
- CABRAL, J. E. O.; SILVA JUNIOR, L. A. Sucesso exportador: influência da orientação estratégica, atitude e capacidade gerencia. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 7, n. 4, p. 142-167, 2006.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade de governança no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- EXPORT MANAGER. Estratégias de internacionalização. São Paulo, SP: Export Manager Business School, 2008.
- FAROOQUE, O.; YARRAM, S. Y.; KHANDAKER, S. International evidence on governance and foreign direct investment interactions. SINGAPORE ECONOMIC REVIEW CONFERENCE, 2., 2009, Singapore. Proceedings... Singapore, 2009.
- FDC – Fundação Dom Cabral. Ranking das transnacionais brasileiras 2011: crescimento e gestão sustentável no exterior. Nova Lima, MG: FDC, 2011. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/hotsites/mail/relatorio_transnacionais/relatorio_ranking_2011_final.pdf>. Acesso em: 1 nov. 2012.
- FERREIRA, R. do N. et al. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, n. 17, p. 81-111, 2001.
- FUERST, O. A theoretical analysis of the investor protection regulations – argument for global listing of stocks. *Yale School of Management*, p. 1-21, 1998.
- GARRIDO, I. L. A relação entre orientação para o mercado externo, estratégias de internacionalização e performance exportadora. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.
- GLOBERMAN, S.; SHAPIRO, D. Global foreign direct investment flows: the role of governance infrastructure. *World Development*, v. 30, n. 11, p. 1899-1919, 2002.
- HASSEL, A. et al. Two dimensions of the internationalization of firms. *Journal of Management Studies*, v. 40, n. 3, 701-720, May 2003.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo, 2009.

- KPMG – Klynveld Peat Marwick Goedeler. A governança corporativa e mercado de capitais: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus formulários de referência. 2012.
- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, n. 58, p. 1-37, 2000.
- LANG, M. H.; LINS, K.; MILLER, D. P. ADR's, analysts and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, v. 41, n. 2, p. 317-342, 2003.
- LIEN, Y. C. et al. The role of corporate governance in FDI decisions: evidence from Taiwan. *International Business Review*, v. 14, n. 6, p. 739-763, 2005.
- MAIA, A. B. G. R.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 15., 2012, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2012.
- MDIC – Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Internacionalização de empresas brasileiras. 2009. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/>>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- NAKAYASU, G. N. O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 18 jan. 2013.
- PLATCHEK, R. B.; FLORIANI, D. E.; BORINI, F. M. A influência do grau de internacionalização no desempenho das empresas têxteis. RGO – Revista Gestão Organizacional, v. 5, n. 1, p. 70-81, jan./jun. 2012.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, E. C. Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- SILVA, E. R.; RUEDIGER, M. A.; RICCIO, V. A. Internacionalização do agronegócio brasileiro: gradualismo, aprendizagem e redução dos custos de transação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: Anpad, 2007.
- SILVEIRA, A. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, H. P. Dupla listagem e estrutura de capital: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 14, n. 2, p. 62-81, maio/ago. 2011.
- STULZ, R. M. Globalization of equity markets and the cost of capital. Prepared for the SBF/NYSE. Conference of Global Equity Markets, p. 1-68, Feb. 2009.
- SULLIVAN, D. Measuring the degree of internalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, v. 25, n. 2, p. 325-342, 1994.
- UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development. World investment report 2012: towards a new generation of investment policies. New York/ Geneva: ONU, 2012.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDDES*, v. 11, n. 22, p. 103-122, 2004.