

ESTUDO DA INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DO AMBIENTE INSTITUCIONAL DOS PAÍSES NA LUCRATIVIDADE DAS EMPRESAS

THE INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE AND INSTITUTIONAL ENVIRONMENT OF COUNTRIES ON THE PROFITABILITY OF FIRMS

HERBERT KIMURA

herbert.kimura@gmail.com

EDUARDO KAZUO KAYO

kayo@usp.br

LUIZ CARLOS JACOB PERERA

jperera@terra.com.br

ROBERTO BORGES KERR

roberto.kerr@terra.com.br

RESUMO

A governança das corporações pode impactar o desempenho de empresas. Porém, ambientes institucionais e regras de governança dos países também podem influenciar, pelo menos indiretamente, características das firmas. Nesse contexto, esta pesquisa tem por objetivo investigar a relevância de variáveis de um país, particularmente, de variáveis associadas à governança, na lucratividade de empresas. Por meio de análise de regressão em dois níveis, busca-se identificar (i) como variáveis específicas da empresa afetam diretamente seu desempenho e (ii) como variáveis de um país impactam indiretamente a lucratividade de firmas. Com base em 17.493 empresas de 38 países, estabelece-se que: (i) os níveis de burocracia, corrupção e imposição da lei de um país não são relevantes para a lucratividade de uma empresa, (ii) o grau de competitividade de um país tem influência indireta no desempenho corporativo, afetando a sensibilidade da lucratividade às dificuldades financeiras de empresas e ao dinamismo de setores, (iii) a assimetria informacional ligada à falta de *disclosure* sobre lucros e salários influencia a sensibilidade da lucratividade às dificuldades financeiras e (iv) a proteção ao credor pode afetar a sensibilidade da lucratividade ao grau de tangibilidade da empresa, uma vez que ativos fixos, mais tangíveis, podem servir de garantia para empréstimos.

Palavras-chave: ambiente institucional, governança corporativa, lucratividade de empresas.

ABSTRACT

Corporate governance may affect firm performance. However, institutional environment and governance rules of different countries may also influence, at least indirectly, characteristics of companies. In this context, the objective of this investigation is to study the relevance of country-level variables, particularly those related to governance, on firm profitability. Through a two-level regression analysis, we aim to identify (i) how firm-specific variables directly impact performance of companies and (ii) how country-specific variables indirectly affect firm profitability. Using a sample of 17,493 companies from 38 countries, the results suggest that: (i) bureaucracy, corruption and law enforcement of a country are not relevant to firm profitability, (ii) competitiveness in a country has indirect influence on performance, since it influences the

sensitivity of firm profitability to financial distress of firms and to the dynamism of sectors in a country, (iii) informational asymmetry linked to lack of disclosure about profits and executive wages influences the sensitivity of profitability to financial distress and (iv) debtholder protection may affect the influence of tangibility on firm profitability, since fixed assets, which are more tangible, serve as collateral to corporate loans.

Key words: institutional environment, corporate governance, firm profitability.

INTRODUÇÃO

Um tema central em estudos sobre governança corporativa envolve o impacto, na maximização do valor de uma empresa, das restrições e dos limites à busca de interesses pessoais por parte dos tomadores de decisão (John *et al.*, 2008). Em um contexto no qual os conflitos de agência podem surgir e os diversos *stakeholders* da empresa tentam maximizar sua própria utilidade (Jensen e Meckling, 1976), a governança corporativa constitui importante mecanismo para assegurar que os financiadores da empresa, sejam credores ou acionistas, obtenham retorno sobre seu investimento (Shleifer e Vishny, 1998).

De fato, segundo La Porta *et al.* (2000), a proteção do investidor torna-se crucial, uma vez que, em muitos países, existem evidências extensas de que acionistas controladores expropriam riqueza de acionistas minoritários e de credores. Tendo em vista a maior insegurança sobre o retorno adequado, as consequências de uma fraca proteção aos investidores são (i) maior custo de capital, (ii) subutilização de capital externo e (iii) níveis subótimos de investimentos (John *et al.*, 2008).

Essas consequências da fraca governança, por sua vez, podem comprometer os resultados financeiros das empresas. Neste sentido, torna-se importante identificar como características de governança ao nível das empresas podem afetar o valor das empresas. Destaca-se que esse problema de pesquisa já é investigado para o caso brasileiro em estudos como, por exemplo, de Aguiar *et al.* (2004), Carvalhal-da-Silva (2004), Lameira *et al.* (2007).

Visando contribuir para o avanço das pesquisas sobre governança, o presente estudo busca avaliar como características de governança ao nível do país podem influenciar a lucratividade de empresas, usando uma amostra abrangente que contempla observações de diversas nações. Em particular, pretende-se analisar o impacto indireto de variáveis associadas à governança de um país que, de certa forma, não estão sob o controle dos gestores ou acionistas das empresas. Destaca-se que estudos do impacto indireto de variáveis de governança ao nível do país no desempenho de empresas ainda são pouco explorados.

Assim, apesar de as empresas poderem adotar voluntariamente práticas de governança visando ao acesso a capital em condições mais favoráveis (Doidge *et al.*, 2007), características institucionais dos países constituem importantes fatores que afetam a proteção, ou a percepção de segurança, dos

investidores. Algumas dessas características podem, inclusive, representar importantes barreiras para a evolução do mercado de capitais e para o desenvolvimento econômico de um país.

Assim, o ambiente institucional, incluindo aspectos legais e condições econômicas, pode ser fator relevante para a estratégia das empresas. Apesar dos benefícios de uma governança efetiva e da pressão do mercado advinda da globalização, mudanças na governança corporativa em cada país tornam-se difíceis, pois diversas regras e rotinas já estão incorporadas nos ambientes institucionais de uma nação (North, 1990). Com isso, as práticas de governança corporativa variam entre ambientes institucionais (Weimer e Pape, 1999; Aguilera e Jackson, 2003) e refletem diferenças em cultura, alternativas de financiamento, padrões de propriedade de empresas e origem da doutrina legal (Zattoni e Cuomo, 2008).

Considerando, portanto, diversas características dos países, este estudo pretende identificar como o desempenho, medido pela lucratividade das empresas, está relacionado com macrovariáveis ligadas à governança no âmbito nacional como, por exemplo, (i) nível de *disclosure* de informações no mercado de capitais, (ii) nível de *enforcement* de leis e (iii) mecanismos de proteção de acionistas e credores.

Conforme sugerem Shleifer e Vishny (1998), não existe consenso sobre a influência negativa ou positiva dos mecanismos existentes de governança, mesmo em mercados com economias avançadas. Por exemplo, enquanto Easterbrook e Fischel (1991) avaliam o sistema de governança norte-americano de maneira bastante otimista, Jensen (1993) sugere que o sistema possui profundas deficiências. Escândalos corporativos do início do século como os da Enron, WorldCom e a atual crise econômica originada no mercado de empréstimos imobiliários dos Estados Unidos evidenciam que, mesmo em países desenvolvidos que apresentam um mercado de capitais mais dinâmico, questões de governança ainda são importantes.

Deve-se ressaltar, portanto, que, em vez de estudar variáveis de governança específicas das empresas, este trabalho foca na investigação de variáveis no nível do país e sua influência indireta nos resultados da firma. Por meio do estudo de 17.493 empresas de 38 países, no período de 2003 a 2007, conduziu-se uma análise em dois estágios, com o objetivo de explorar, ao longo do tempo, a estrutura hierárquica de dados na qual empresas estão inseridas em um contexto que depende de

características institucionais do país. No primeiro estágio, são identificados os coeficientes angulares da regressão da lucratividade em função de diversas variáveis explicativas ao nível da empresa. No segundo estágio, seguindo uma metodologia semelhante à de Jong *et al.* (2008), os coeficientes angulares são analisados perante variáveis de governança corporativa ao nível do país. Desta maneira, busca-se identificar a relação indireta entre características de governança de um país e lucratividade das empresas.

Os resultados sugerem que aspectos de governança ao nível do país têm algum impacto indireto na lucratividade de uma empresa. Pontualmente, os resultados da análise empírica estabelecem que, por exemplo, (i) a assimetria de informação sobre o *disclosure* de lucros e salários, generalizada ao nível do país, influencia o coeficiente associado à dificuldade financeira e, portanto, pode afetar indiretamente a lucratividade de uma empresa; (ii) características de governança de um país que conferem proteção ao credor podem afetar a influência da tangibilidade na lucratividade de empresas. Tendo em vista que ativos fixos constituem garantias de potenciais financiamentos com capital externo, uma maior proteção do credor no âmbito do país pode ter impacto indireto relevante na lucratividade das empresas.

REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com Becht *et al.* (2003), a governança corporativa deriva de uma analogia entre a governança de cidades, estados ou nações e o governo de corporações. Para Eells (1960), o termo governança corporativa surge para denotar a estrutura e o funcionamento das políticas empresariais. Apesar de o termo *corporate governance* somente ter sido incorporado à língua inglesa há cerca de 30 anos (Zingales, 1998), a governança corporativa existe, de certa maneira, desde o surgimento das empresas de responsabilidade limitada (Bhasa, 2004). Os primeiros estudos acadêmicos envolvendo aspectos ligados à governança corporativa datam da década de 1930, como o de Berle e Means (1932), no qual se estabelece que as empresas, ao se tornarem instituições sociais poderosas, aumentaram seu tamanho e concentraram o controle em poucos indivíduos.

Neste contexto, a escala obtida pelas corporações, envolvendo uma maior complexidade no processo de tomada de decisão e uma busca crescente pela manutenção da competitividade, exigiu uma divisão de tarefas que, por sua vez, implicou uma melhor alocação de recursos na sociedade. Com isso, de um lado, agentes superavitários, por meio de investimentos de recursos monetários, puderam financiar as empresas viabilizando os projetos corporativos. De outro lado, os gestores das empresas puderam utilizar suas habilidades e capacidades para gerenciar e controlar os empreendimentos.

Desta separação entre a propriedade e o controle surge a necessidade de mecanismos de governança corporativa, uma vez que, apesar de implicar uma possível melhoria na aloca-

ção de recursos, as estruturas empresariais maiores e mais complexas trazem, na prática, diversos conflitos de interesse. Com isso, a tomada de decisão dos indivíduos que gerenciam a empresa pode não ser benéfica aos indivíduos que, de fato, são os investidores ou financiadores da empresa.

Considerando esse contexto de evolução das empresas e de conflito de interesses, parece ser razoável estabelecer a governança corporativa, em uma perspectiva financeira, como o mecanismo que trata das formas com que os fornecedores de recursos financeiros se asseguram do recebimento do retorno de seus investimentos (Shleifer e Vishny, 1998). Através de uma perspectiva transacional, Zingales (1998) define a governança corporativa como um conjunto complexo de restrições que moldam a negociação *ex-post* sobre os lucros econômicos gerados pela empresa. Nesta mesma linha, Becht *et al.* (2002) estabelecem que a governança se preocupa com a resolução de problemas coletivos entre investidores dispersos e com a reconciliação de conflitos de interesse entre os vários *claimholders*. Assim, estas duas últimas definições associam à governança corporativa uma dimensão mais voltada aos aspectos de negociação entre os vários integrantes e interessados na empresa.

De acordo com Stiglitz (2004), considerando informação perfeita, a decisão sobre como maximizar o valor da empresa é simplesmente um problema de planejamento. Assim, desacordos sobre o que a firma deveria fazer teriam pouca importância, conseqüentemente, a governança corporativa seria irrelevante (Stiglitz, 2004). Adicionalmente, em uma economia que segue as premissas de Arrow-Debreu, assume-se que os agentes econômicos possam estabelecer, sem nenhum custo, contratos que contemplem todos os possíveis eventos. Neste caso, seguindo Zingales (1998), todas as decisões são efetuadas *ex-ante* e todas as rendas são alocadas também *ex-ante* e, portanto, não existiria necessidade de governança.

Porém, violações práticas às premissas teóricas, como, por exemplo, baixa liquidez dos investimentos produtivos, assimetria de informação entre indivíduos e conflitos de interesse entre os diversos personagens de uma corporação, podem desempenhar papel fundamental no valor de uma empresa, e, desta maneira, a governança corporativa torna-se importante aspecto a ser levado em consideração para a gestão empresarial. De fato, a intensa discussão teórica e prática que tem sido gerada, principalmente nos últimos anos, é evidência de que a governança corporativa é relevante.

Apesar de a competição dos mercados ser a força mais poderosa para a eficiência econômica, é difícil que seja suficiente para solucionar o problema de governança corporativa (Shleifer e Vishny, 1998). Exemplificando, não existe um mercado em que trabalho e capital possam ser negociados a todo instante para viabilizar investimentos atrelados a projetos de maturação longa. Além disso, ainda conforme Shleifer e Vishny (1998), embora a competição possa implicar a inexistência de retornos positivos extraordinários e, portanto, possa conduzir à falta de resultados para expropriação dos financiadores de

recursos, não pode evitar que, após os investimentos serem realizados, os controladores não se beneficiem à custa dos proprietários.

Assim, é razoável considerar que mecanismos de governança são imprescindíveis para assegurar que os financiadores das empresas recebam a remuneração de seus investimentos. Escândalos recentes no mundo todo, como é o caso de Enron, Parmalat, WorldCom, têm servido de importantes evidências empíricas da necessidade de imposição de regras de governança. Os conflitos de interesse que surgem da separação entre propriedade e controle fazem com que o objetivo de criação de valor ao proprietário possa não ser atingido. Os problemas de agência estudados por Jensen e Meckling (1976) mostram a necessidade da imposição de contratos entre agentes e principais, nos quais, segundo Ross (1973), os proprietários ou acionistas seriam os principais, e os trabalhadores ou administradores seriam os agentes.

Em termos práticos, conforme Stiglitz (2004) observa, os principais não conseguiriam monitorar os agentes devido à assimetria de informação, nem tampouco saber o que os agentes efetivamente deveriam fazer para maximizar a riqueza dos acionistas. Obviamente, se os acionistas realizarem investimentos em monitoramento e forem bem-sucedidos no aprimoramento do desempenho da empresa, todos os acionistas, de modo similar aos credores, se beneficiariam (Stiglitz, 2004). Desta maneira, a governança corporativa tem um papel importante, que possibilita sinalizar um alinhamento entre agente e principal, conferindo maior segurança aos financiadores de recursos. A proteção do interesse de acionistas e credores torna-se, portanto, importante elemento para análise de estratégias e desempenho de firmas.

Deve-se evidenciar que, no âmbito da literatura nacional, diversos estudos têm explorado a prática de governança e suas relações com os conflitos de agência bem como com indicadores de mercado ao nível das empresas. Por exemplo, Aguiar *et al.* (2004) identificam que a adoção de práticas de governança, particularmente através da migração das empresas para o Nível 1 de Governança Corporativa da BMF&Bovespa, não afeta significativamente a quantidade de negociações, o volume ou o preço de ações.

Já Carvalhal-da-Silva (2004) encontra relações, algumas estatisticamente significantes, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras, enquanto Lameira *et al.* (2007) sugerem que as melhores práticas de governança corporativa impactam o valor, mensurado pelo Q de Tobin, das empresas negociadas na bolsa de valores brasileira e que apresentam determinados níveis mínimos de liquidez e volatilidade de preços.

Com relação a eventuais conflitos de interesse e estrutura de gestão, Silveira *et al.* (2003) obtêm, para uma amostra de empresas brasileiras no período de 1998 a 2000, que empresas mais valorizadas pelo mercado são aquelas nas quais pessoas distintas ocupam os cargos de diretor executivo e presidente.

Relacionando governança corporativa e estrutura de capital, Silveira *et al.* (2008) identificam relação relevante entre alavancagem financeira e dimensões de estrutura de propriedade e conselho de administração.

Considerando aspectos ao nível do país, Rogers *et al.* (2007) identificam que melhores práticas de governança tendem a diminuir os impactos de variações de variáveis macroeconômicas nos retornos de ações, enquanto Funchal *et al.* (2008) sugerem que uma melhor governança e leis de falência mais rigorosas possuem efeito positivo no endividamento.

Finalmente, estudos abrangentes sobre a estrutura atual e a evolução da governança corporativa no Brasil podem ser encontrados, por exemplo, em Carvalho (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2007) e Silveira *et al.* (2009). Em particular, o trabalho de Carvalho (2002) apresenta indicadores de governança ao nível do país mas no entanto não realiza uma análise empírica comparativa internacional, como a efetuada no presente artigo.

FATORES INSTITUCIONAIS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Mecanismos de governança corporativa são representados por instituições econômicas e legais que podem ser alteradas por meio de um processo político (Shleifer e Vishny, 1998). Na teoria econômica evolucionária, a competição no mercado tornaria aspectos específicos de governança desnecessários (Alchian, 1950). Em situações ideais, de acordo com a teoria tradicional de finanças, iniciada nos trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958, 1963), ativos financeiros, em especial títulos de propriedade ou títulos de dívida, seriam associados unicamente aos seus fluxos de caixa. Desta forma, elementos de governança seriam pouco relevantes, e os ativos financeiros refletiriam relações simples entre financiadores e empresa: os credores teriam direitos de receber fluxos de caixa correspondentes aos juros e o acionista, fluxos de caixa referentes aos dividendos.

Porém, conforme sugerem La Porta *et al.* (1998), pesquisas recentes têm mostrado que resumir a questão do financiamento das empresas aos seus fluxos de caixa não permite uma compreensão adequada da complexidade dos relacionamentos em uma empresa. Assim, um aspecto relevante a ser considerado refere-se não somente aos direitos sobre os fluxos de caixa como também aos direitos implícitos propiciados pelos ativos financeiros (Hart, 1995): enquanto as ações conferem aos seus titulares o direito de voto em decisões da empresa ou na indicação de executivos, os títulos de dívida dão aos credores o poder de retomar garantias caso a empresa falhe em realizar os pagamentos de juros (La Porta *et al.*, 1998).

É importante destacar que os direitos de acionistas e credores dependem de regras estipuladas pela empresa bem como de fatores institucionais. Zattoni e Cuomo (2008)

sugerem que a prática da governança seja reflexo das diferenças culturais, dos padrões em relação ao financiamento e à propriedade de empresas e do ambiente ou da tradição legal de uma nação. Neste contexto, a proteção dos investidores pode ser influenciada por variáveis de governança ao nível do país, e, portanto, características ou comportamentos da empresa podem refletir o ambiente institucional na qual está inserida.

Dentre os aspectos legais de proteção ao investidor, o trabalho seminal de La Porta *et al.* (1998) operacionaliza, ao nível da regulamentação e da prática no mercado de capitais de um país, algumas variáveis relevantes para a governança, gerando indicadores de: (i) direitos do acionista e (ii) direitos do credor. Na presente pesquisa, as variáveis associadas aos direitos de credores e acionistas são definidas conforme descrição a seguir.

DIREITOS DE ACIONISTAS

A variável de "direitos do acionista" é composta por um índice que agrega: (i) a característica de definição de um voto por ação, (ii) a possibilidade de voto por meio do correio, (iii) a proibição do bloqueio de ações antes de uma reunião de acionistas, (iv) a possibilidade de acionistas direcionarem cumulativamente todos os seus votos para um candidato ou a existência de mecanismos que permitem aos minoritários elegerem um número de diretores proporcional à sua quantidade de ações, (v) a existência de uma via de acesso jurídico aos acionistas minoritários ou a possibilidade de exigirem que a empresa adquira sua participação, no caso de mudanças substanciais como fusões ou alterações no estatuto social, (vi) a garantia de que acionistas atuais tenham preferência na aquisição de novas emissões de ações (La Porta *et al.*, 1998). Cada elemento do índice presente na regulamentação ou na prática do mercado de capitais do país adiciona uma unidade à variável de "direitos do acionista".

DIREITOS DE CREDORES

De maneira semelhante, a variável de "direitos do credor" é composta por um índice que reflete os seguintes itens: (i) o país impõe restrições como, por exemplo, consentimento do credor, para empresas que pedem concordata, (ii) credores com garantia podem ganhar posse de seus títulos quando uma petição por reorganização for aprovada, (iii) credores com garantia têm preferência no ressarcimento em caso de liquidação de ativos de empresas em processo de falência, (iv) o devedor não retém a gestão da propriedade ou da empresa enquanto a resolução sobre a reorganização está pendente (La Porta *et al.*, 1998).

Deve-se destacar que, dentro do escopo institucional de um país, outras variáveis podem afetar o ambiente competitivo e a prática de governança corporativa que, por sua vez, podem influenciar o desempenho de empresas. A seguir, essas variáveis são descritas, incluindo-se a fundamentação teórica e a operacionalização no contexto deste artigo.

EFICIÊNCIA DO SISTEMA JUDICIÁRIO E NÍVEL DE CORRUPÇÃO

Outras variáveis associadas à governança ao nível do país envolvem (i) a eficiência do sistema judiciário e (ii) o nível de corrupção, dentre outros. A "eficiência do sistema judiciário" representa uma medida da integridade do ambiente legal, no que concerne à sua influência nos negócios, particularmente de empresas estrangeiras, ao passo que "nível de corrupção" reflete a probabilidade de membros do governo demandarem pagamentos especiais ou suborno para viabilizar negócios (La Porta *et al.*, 1998). É importante ressaltar que morosidade do sistema judiciário e altos indicadores de corrupção tendem a diminuir a segurança dos investidores.

Conforme já discutido, a proteção de investidores tem diversos impactos na estratégia e no desempenho de empresas. Por exemplo, Shleifer e Wolfenzon (2002) identificam que, quanto maior a proteção ao investidor, menor a quantia de recursos corporativos que são desviados para benefícios privados. Além disso, John *et al.* (2008) sugerem que, em um ambiente em que existe uma maior proteção judicial aos interesses dos investidores, *insiders* tomam decisões mais próximas de uma alocação ótima de recursos da empresa.

Em contrapartida, seguindo Morck *et al.* (2000) e Durney *et al.* (2004), ambientes com pouca proteção aos investidores induzem uma baixa governança, com alocação deficiente de recursos e com taxas reduzidas de crescimento de produtividade. Adicionalmente, em países com baixa proteção, as corporações tendem a possuir *insiders* com direitos não triviais sobre fluxos de caixa e, portanto, elevados benefícios privados em empresas que controlam (John *et al.*, 2008), fazendo com que decisões sejam conservadoras, restringindo investimentos arriscados de valor presente líquido positivo. Assim, a proteção aos investidores pode implicar estratégias conservadoras ou arriscadas que, por sua vez, podem afetar a lucratividade da empresa, dado que risco e retorno esperado tendem a apresentar relação positiva.

RELEVÂNCIA DO MOVIMENTO SINDICAL

É importante também citar que, dentro do contexto institucional ao nível do país, outros fatores ligados à governança podem influenciar variáveis ao nível da empresa. Segundo Faley *et al.* (2006), em empresas com capital aberto, o trabalhador não somente tem participação sobre parte dos fluxos de caixa de uma empresa como também possui influência na governança corporativa. De fato, John *et al.* (2008) incluem, em seu estudo sobre governança e assunção de riscos, uma variável relacionada ao movimento sindical. Os autores sugerem que, quanto maior a porcentagem de empregados ligados ao movimento sindical, mais aversa a risco é a empresa. Considerando que, em países com alto grau de sindicalização, o emprego formal tende a ser componente importante e os sindicatos tornam-se influentes, há uma maior pressão para que empresas (i) sejam conservadoras, (ii) invistam pouco em

ativos de longo prazo, (iii) cresçam de forma lenta, (iv) gerem menos empregos, implicando baixa produtividade total de fatores e um distanciamento maior da maximização de valor (Faleye *et al.*, 2006).

NÍVEL DE COMPETITIVIDADE DO MERCADO

Deve-se enfatizar que características da empresa decorrem do ambiente legal como também das condições econômicas e competitivas do país. Assim, mercados competitivos tendem a apresentar setores com menos concentração, implicando acirramento da concorrência, com impacto negativo nos resultados corporativos. Além disso, diferentes taxas de crescimento dos países têm influências distintas no desempenho empresarial. Dessa forma, para o estudo das variações nas características das empresas devem-se levar em consideração variáveis de controle, como, por exemplo, o crescimento do PIB, a formação de capital (Jong *et al.*, 2008), o crescimento da produtividade total de fatores (King e Levine, 1993) e o índice de Herfindahl (John *et al.*, 2008). Em particular, o índice de Herfindahl é uma medida do tamanho das empresas em relação ao do setor em um dado país, constituindo uma variável de controle em relação ao nível de competitividade. Altos valores do índice de Herfindahl indicam alta concentração e baixa competitividade, na qual poucas empresas detêm parcela considerável do mercado.

METODOLOGIA DA PESQUISA

Para o estudo do impacto de fatores institucionais associados à governança corporativa no desempenho de empresas, foram levantados diversos dados, utilizando-se diferentes fontes de informação. Valores referentes aos dados contábeis de empresas industriais com ações negociadas nas principais bolsas de valores do mundo foram obtidos através da *Compustat Global Vantage*. Tendo em vista que características das empresas dependem do setor nos quais estão inseridas, variáveis setoriais foram calculadas consolidando-se dados das empresas individuais por setor e país, ao longo do tempo. Variáveis de países, que resumem características econômicas e legais, foram levantadas (i) em bases de dados do Banco Mundial como *Financial Structure Database* (FSD) e *World Development Indicators* (WDI) e (ii) em constructos operacionalizados e disponibilizados em outros trabalhos, como os de La Porta *et al.* (1998), Demirgüç-Kunt e Levine (2004), Claessens e Klapper (2002), Berkowitz *et al.* (2003), Wu (2005), John *et al.* (2008) e Jong *et al.* (2008).

A amostra inicial compreendeu um horizonte de tempo entre 1994 e 2007. Considerando que parte da amostra foi utilizada para estimar a variável dependente "lucratividade" em intervalos anuais e para definir variáveis de controle como, por exemplo, "munificência" e "dinamismo" de setores, a amostra final envolveu dados de 17.493 empresas de 38 países entre 2003 e 2007. O Quadro 1 mostra a operacionalização das variáveis da pesquisa, bem como as referências que embasam sua

escolha. As variáveis relacionadas ao ambiente institucional foram discutidas na seção anterior. Variáveis específicas às firmas e utilizadas para explicar diretamente a lucratividade seguem, primordialmente, as variáveis sugeridas por Jong *et al.* (2008).

Além disso, tendo em vista que a lucratividade de uma empresa pode depender de características do setor nas quais estão inseridas, foram incorporadas na análise variáveis de munificência e dinamismo. Embora estes constructos não sejam comuns em estudos em finanças, particularmente pesquisas em estratégia e administração têm mostrado a importância da munificência e do dinamismo no desempenho de empresas (Dess e Beard, 1984; Castrogiovanni, 1991). A munificência é definida como abundância de recursos críticos em um setor e o dinamismo como a instabilidade de um setor (Boyd, 1995). De acordo com Castrogiovanni (1991), em setores com abundância de recursos, é relativamente simples para as firmas sobreviverem, enquanto em mercados com escassez de recursos a competição se intensifica, afetando negativamente a lucratividade. De maneira semelhante, setores dinâmicos também podem ter impacto relevante no desempenho empresarial, principalmente se forem consideradas as oportunidades bem como as dificuldades que surgem em ambientes mais instáveis.

Dados específicos das empresas, compreendendo a variável dependente referente à lucratividade e as variáveis explicativas e de controle, são detalhados no Quadro 1. Considerando os índices i , c , t , respectivamente à empresa, ao país e ao ano, foram rodadas, em um primeiro estágio, regressões de mínimos quadrados ordinários, conforme Modelo 1 a seguir.

MODELO 1:

$$\begin{aligned} F_PROFIT_{i,c,t} = & \text{Alpha}_{c,t} + \text{Beta}_{1,c,t} \cdot F_BOOKLEV_{i,c,t} + \text{Beta}_{2,c,t} \cdot F_GROWTH_{i,c,t} \\ & + \text{Beta}_{3,c,t} \cdot F_DISTRESS_{i,c,t} + \text{Beta}_{4,c,t} \cdot F_SIZE_{i,c,t} \\ & + \text{Beta}_{5,c,t} \cdot F_TANG_{i,c,t} + \text{Beta}_{6,c,t} \cdot F_LIQUID_{i,c,t} \\ & + \text{Beta}_{7,c,t} \cdot SC_MUNIF_{i,c,t} + \text{Beta}_{8,c,t} \cdot SC_DYNAM_{i,c,t} \end{aligned}$$

Assim, foram obtidas regressões para cada um dos 38 países, para cada ano, de 2003 a 2007. Uma vez obtidos os coeficientes angulares $\text{Beta}_{i,c,t}$, estimou-se um valor médio considerando os resultados anuais. Apesar de terem sido feitas análises com diversos parâmetros de medida central, neste artigo, são reportados os resultados gerados a partir da análise da mediana, que é menos sensível à dispersão dos $\text{Beta}_{i,c,t}$ ao longo do tempo. Desta forma, cada Beta_c^j dado pela equação abaixo constitui um parâmetro médio representativo da influência de cada variável do nível da firma na variável dependente em análise.

$$\text{Beta}_c^j = \text{mediana}(\text{Beta}_{j,c,t}), j = 1 \dots 8$$

$t = 2003..2007$

Deve-se ressaltar que cada Beta_c^j constitui um coeficiente angular j no contexto de um país c . Ou seja, a influência das

Quadro 1 - Variáveis da pesquisa.

Chart 1 - Variables of the study.

Variáveis dependentes	Nível da firma	Referências
Lucratividade $F_PROFITAB$	$F_PROFITAB_{i,c,t} = \frac{\sum_{j=t-N_t+1}^t F_OPINC_{i,c,t}}{N_t}$	John <i>et al.</i> (2008)
Variáveis explicativas	Nível da firma	
Tamanho F_SIZE	$F_SIZE_{i,c,t} = \ln(F_BOOKVTA_{i,c,t})$	Jong <i>et al.</i> (2008)
Crescimento F_GROWTH	$F_GROWTH_{i,c,t} = \frac{F_MKTVTA_{i,c,t}}{F_BOOKVTA_{i,c,t}}$	Almeida e Campello (2007)
Alavancagem $F_BOOKLEV$	$F_BOOKLEV_{i,c,t} = \frac{F_BOOKVLD_{i,c,t}}{F_BOOKVTA_{i,c,t}}$	Jong <i>et al.</i> (2008)
Tangibilidade F_TANG	$F_TANG_{i,c,t} = \frac{F_FIXED_{i,c,t}}{F_BOOKVTA_{i,c,t}}$	Almeida e Campello (2007)
	$F_DISTRESS_{i,c,t} = 0,012 \frac{F_WC_{i,s,c,t}}{F_BOOKVAT_{i,s,c,t}} + 0,014 \frac{F_RE_{i,s,c,t}}{F_BOOKVAT_{i,s,c,t}}$	
Dificuldade financeira $F_DISTRESS$	$+ 0,033 \frac{F_EBIT_{i,s,c,t}}{F_BOOKVAT_{i,s,c,t}} + 0,006 \frac{F_MVE_{i,s,c,t}}{F_BOOKVD_{i,s,c,t}}$ $+ 0,999 \frac{F_REVEN_{i,s,c,t}}{F_BOOKVAT_{i,s,c,t}}$	Altman (1968), Iyer e Miller (2008)
Liquidez F_LIQUID	$F_LIQUID_{i,c,t} = \frac{F_CURAS_{i,c,t}}{F_CURLB_{i,c,t}}$	Jong <i>et al.</i> (2008)
Variáveis de controle	Nível do setor, por país	
Munificência SC_MUNIF	$SC_MUNIF_{i,c} = \frac{SI_Rev_{s,c}}{Av_Rev_{s,c}}, i \in s$	Dess e Beard (1984), Boyd (1995)
Dinamismo SC_DYNAM	$SC_DYNAM_{i,c} = \frac{StdSI_Rev_{s,c}}{Av_Rev_{s,c}}, i \in s$	Dess e Beard (1984), Boyd (1995)
Variáveis de governança	Nível do país	
Direitos dos acionistas $Prot_Share$	$Prot_Share_c = \sum_{i=1}^6 Share_i$	LaPorta <i>et al.</i> (1998), Claessens e Klapper (2002)
Direitos dos credores $Prot_Cred$	$Prot_Cred_c = \sum_{i=1}^6 Cred_i$	LaPorta <i>et al.</i> (1998)
Eficácia do conselho de administração $Effic_Board$	$Effic_Board_c = 1, 2, 3, 4, 5, 6 \text{ ou } 7$	Wu (2005), GCR (2001-2002)

Porcentagem de lucros e salários não reportados <i>Unr_Prof</i>	$Unr_Prof_c = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 \text{ ou } 10$	Wu (2005), GCR (2001-2002)
Nível de imposição da lei <i>Enforcem</i>	$Enforcem_c = \sum_{i=1}^4 Legal_i$	LaPorta <i>et al.</i> (1998), Jong <i>et al.</i> (2008)
Nível de corrupção <i>Corrupt</i>	<i>Corrupt_c</i>	Wu (2005), Transparency International
Variáveis de controle		Nível do país
Burocracia <i>Bureauc</i>	<i>Bureauc_c</i>	World Development Indicators, World Bank
Nível de sindicalização <i>Un_Memb</i>	<i>Un_Memb_c</i>	John <i>et al.</i> (2008)
Índice de Herfindahl <i>Herf_Ind</i>	$Herf_Ind_c = \frac{1}{N_t} \sum_t \sum_i \left(\frac{F_SALES_{i,c,t}}{\sum_j F_SALES_{j,c,t}} \right)^2$	John <i>et al.</i> (2008)
Crescimento do PIB <i>GDP_Grow</i>	$GDP_Grow_c = \frac{\sum_{t=1}^{N_t} GDP_Grow_{c,t}}{N_t}$	Jong <i>et al.</i> (2008), John <i>et al.</i> (2008)

(a) Os índices *i*, *s*, *c*, *t* representam, respectivamente, a firma, o setor, o país e o ano. (b) a lucratividade da uma empresa é obtida através do valor médio dos últimos cinco anos. (c) As variáveis como a munificência e o dinamismo são calculadas por setor, país e ano. (d) As variáveis ao nível da empresa *F_OPINC*, *F_BOOKVTA*, *F_MKTVTA*, *F_BOOKVLD*, *F_FIXED*, *F_WC*, *F_RE*, *F_EBIT*, *F_MVE*, *F_BOOKVD*, *F_REVEN*, *F_CURAS*, *F_CURLB* representam, respectivamente, a receita operacional, o valor contábil do ativo, o valor de mercado do ativo, o valor contábil das dívidas de longo prazo, o capital de giro, os lucros retidos, o lucro antes de juros e impostos, o valor de mercado das ações, o valor contábil das dívidas, a receita total, o ativo circulante e o passivo circulante. *F_DISTRESS* representa uma medida de distanciamento da falência. (e) *SC_MUNIF* é calculada através do coeficiente angular obtido regredindo-se as receitas de um setor em um país, ao longo de 10 anos anteriores, dividido pela média das receitas do setor no período. (f) *SC_DYNAM* é calculada através do erro padrão do coeficiente angular da regressão da munificência dividido pela média das receitas. (g) *Prot_Share* e *Prot_Cred* são formadas pela soma de variáveis que assumem valores 0 ou 1, dependendo da existência de mecanismos, ao nível da legislação nacional ou da regulação do mercado de capitais, que protejam os acionistas ou os credores. (h) *Effic_Board* representa a eficácia com que o conselho de administração defende o direito de acionistas. Esta variável decorre da resposta à questão: "os conselhos de administração em seu país são (1) controlados pelos administradores ... (7) poderosos e representativos dos acionistas que não fazem parte da gestão". (i) *Unr_Prof* está associada à qualidade das práticas entre países e representa resposta à questão: "qual a proporção de lucros e salários que uma companhia em seu país tipicamente deixa 'fora dos demonstrativos: 1- menos de 5%, 2- entre 5 a 10%, 3- entre 11 a 20%, 4- entre 21 a 30%, ..., 10- mais de 80%". Maiores valores para a variável indicam maior frequência de irregularidades contábeis que, podem camuflar despesas com propinas (WU, 2005). (j) *Enforcem* é a média de valores padronizados *Legal_i*, referentes a constructos associados à 'eficiência e integridade do ambiente legal e sua influência na condução de negócios', 'tradição de lei e ordem do país', 'índice proveniente de uma análise de variáveis legais' e 'indicador de corrupção em um país dado pelo International Country Risk'. (k) As variáveis *Corrupt*, *Bureauc* referem-se, respectivamente, ao nível de corrupção medido pelo organismo Transparency International (WU, 2005), ao nível de burocracia medido como a média de dias para se iniciar um negócio levantado pelo Banco Mundial. (l) *Un_Memb* representa a porcentagem da força de trabalho, não atuante na agricultura, constante do World Labor Report 1997-1998, constituindo-se em um indicador da relevância do movimento sindical (JOHN, LITOV e YEUNG, 2008). (m) *GDP_Growth* representa o crescimento médio do PIB no período de 2003 a 2007. (n) *Herf_Ind* representa o grau de competitividade dentro do país.

variáveis do nível da firma como, por exemplo, alavancagem, crescimento e dificuldades financeiras, na lucratividade de uma empresa pode depender indiretamente das características do país. Como, pela construção do modelo, $Beta_c^j$ torna-se uma variável ao nível do país, pode-se regredi-la em relação às características de cada nação. Para fins deste artigo, a despeito de os coeficientes angulares serem estimados e, portanto, não mensurados diretamente, nenhum mecanismo de ajuste por

erro de estimação foi incorporado. Nesta modelagem, busca-se investigar se macrovariáveis de um país podem explicar, indiretamente, a influência de variáveis da firma na lucratividade e no risco. É importante enfatizar que este procedimento de regredir coeficientes angulares em função de variáveis do nível do país é realizado também em outros estudos, como, por exemplo, o de Jong *et al.* (2008), que investiga determinantes da estrutura de capital.

No segundo estágio de análise, para o estudo dos possíveis impactos indiretos de variáveis do país na lucratividade, são considerados dois modelos. No Modelo 2, são incorporadas variáveis mais ligadas aos aspectos nacionais de governança corporativa: a proteção de credores (*Prot_Cred*), a proteção de acionistas (*Prot_Share*), a eficácia do conselho de administração (*Effic_Board*) e o nível de lucros e salários não reportados (*Unr_Prof*). Ainda no Modelo 2, são incluídas também variáveis de controle relacionados ao crescimento médio do PIB (*GDP_Grow*), a um indicador de competitividade do país (*Herf_Ind*) e ao nível de sindicalização dos trabalhadores (*Un_Memb*). O Quadro 1 descreve as variáveis, apresentando o referencial teórico utilizado.

MODELO 2:

$$\begin{aligned} \text{Beta}_c^j = & \alpha^j + \gamma_1^j \cdot \text{Prot_Cred}_c + \gamma_2^j \cdot \text{Prot_Share}_c + \gamma_3^j \cdot \text{Effic_Board}_c \\ & + \gamma_4^j \cdot \text{Unr_Prof}_c + \gamma_5^j \cdot \text{GDP_Grow}_c + \gamma_6^j \cdot \text{Herf_Ind}_c \\ & + \gamma_7^j \cdot \text{Un_Memb}_c \end{aligned}$$

Para contrastar resultados, um modelo alternativo, o Modelo 3 é também estudado. Nesse modelo, a influência medida pelo Beta_c^j é avaliada em relação a variáveis gerais associadas ao país, desconsiderando-se variáveis diretamente associadas à governança. Desta maneira, busca-se identificar se outras variáveis do país, como, por exemplo, grau de imposição da lei (*Enforcem*), nível de burocracia (*Bureauc*) e grau de corrupção (*Corrupt*), podem afetar Beta_c^j . Em particular, o estudo dos Modelos 2 e 3 possibilita avaliar se variáveis mais relacionadas com governança têm maior influência indireta nas empresas, comparativamente a variáveis mais abrangentes do país.

MODELO 3:

$$\begin{aligned} \text{Beta}_c^j = & \alpha^j + \delta_1^j \cdot \text{Enforcem}_c + \delta_2^j \cdot \text{Bureauc}_c + \delta_3^j \cdot \text{Corrupt}_c \\ & + \delta_4^j \cdot \text{GDP_Grow}_c + \delta_5^j \cdot \text{Herf_Ind}_c + \delta_6^j \cdot \text{Un_Memb}_c \end{aligned}$$

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram analisadas, por país, as características gerais das empresas, levantando-se estatísticas descritivas das variáveis *F_BOOKLEV*, *F_BOOKLEV*, *F_GROWTH*, *F_SIZE*, *F_DISTRESS*, *F_TANG*, *F_LIQUID*, *SC_MUNIF* e *SC_DYNAM*. Como era de se esperar, houve grande dispersão de dados, ilustrando a grande heterogeneidade entre firmas e também entre países. Embora ajustes tenham sido realizados, como a eliminação de outliers, a supressão de dados faltantes e eventuais transformações para aumentar a robustez das análises e diminuir distorções nos dados, os resultados obtidos devem ser vistos com cautela.

Nesse artigo, são mostrados os principais resultados, notadamente aqueles que envolvem impactos de variáveis do nível do país. Foi realizado um estudo preliminar de correlação para identificar possíveis fontes de colinearidade e de alternativas para redução de dados através de análise fatorial. Diversas variáveis apresentaram correlações estatisticamente significantes ao nível de 5% e 1%. Em especial, podem ser citadas as altas correlações entre as seguintes variáveis, tomadas duas a duas: nível de imposição da lei, nível de corrupção e eficácia do conselho de administração. Estes resultados sugerem, talvez de maneira pouco intuitiva, que países com maior nível de corrupção têm leis impostas de maneira mais contundente e possuem empresas com um conselho de administração mais eficaz. Uma outra análise pode sugerir que, justamente pelo fato de haver maior corrupção, determinados países desenvol-

Tabela 1 - Correlações entre variáveis ao nível do país.

Table 1 - Correlation among country-level variables.

Variáveis	V ₁	V ₂	V ₃	V ₄	V ₅	V ₆	V ₇	V ₈	V ₉	V ₁₀
Prot_Cred (V ₁)	1.000	0.122	-0.205	-0.215	-0.048	0.005	-0.004	0.238	-0.229	-0.276
Prot_Share (V ₂)		1.000	-0.129	-,328 ^b	-0.010	-0.079	-0.060	0.142	-0.057	-0.151
Effic_Board (V ₃)			1.000	-0.233	,723 ^a	-,331 ^b	-,725 ^a	-0.200	-0.311	,481 ^a
Unr_Prof (V ₄)				1.000	-,568 ^a	,414 ^a	,605 ^a	0.302	,418 ^a	-0.224
Enforcem (V ₅)					1.000	-,559 ^a	-,937 ^a	-,363 ^b	-,538 ^a	,526 ^a
Bureauc (V ₆)						1.000	,545 ^a	0.071	0.283	-0.245
Corrupt (V ₇)							1.000	0.316	,411 ^b	-,529 ^a
GDP_Grow (V ₈)								1.000	0.014	-0.278
Herf_Ind (V ₉)									1.000	-0.176
Un_Memb (V ₁₀)										1.000

Obs.: a, b, c representam resultados significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

(a) A tabela mostra as correlações considerando-se todas as variáveis entre 2003 a 2007. (b) As variáveis analisadas são *Prot_Cred* (Direitos dos credores), *Prot_Share* (Direitos dos acionistas), *Effic_Board* (Eficácia do Conselho de Administração), *Unr_Prof* (Porcentagem de lucros e salários não reportados), *Enforcem* (Nível de imposição da lei), *Bureauc* (Burocracia), *Corrupt* (Nível de corrupção), *GDP_Grow* (Crescimento do PIB), *Herf_Ind* (Índice de Herfindahl), *Un_Memb* (Nível de sindicalização).

vem sistemas com imposição mais forte da lei, e suas empresas, para proteger interesses de financiadores, tendem a formar conselhos de administração mais independentes.

Seguindo a metodologia da pesquisa, no primeiro estágio, foram realizadas, para cada país e para cada ano, regressões usando mínimos quadrados ordinários, utilizando variáveis explicativas ao nível da empresa. A Tabela 2 resume os resultados das medianas dos coeficientes angulares obtidos considerando regressões anuais de 2003 a 2007, conforme descrito anteriormente. É importante ressaltar que regressões mais robustas que contemplem heterocedasticidade e multicolinearidade não conduzem a resultados muito distintos.

Cada coeficiente angular representa o impacto de variações nas variáveis independentes ou de controle, ao nível da firma, na lucratividade da empresa. Por exemplo, no caso brasileiro, $Beta_1$, na Tabela 1 é negativo sugerindo que a maior alavancagem implica uma menor lucratividade. Este resultado é, sem considerar as significâncias estatísticas, oposto à influência da alavancagem na Argentina. Considerando não somente a dispersão bem como os sinais dos coeficientes angulares ao longo dos países, pode-se sugerir a existência de uma grande heterogeneidade entre países.

É interessante notar que diversos coeficientes angulares não são estatisticamente diferentes de 0, evidenciando que algumas variáveis independentes não explicam a lucratividade de empresas. Para o caso brasileiro, por exemplo, a taxa de crescimento da empresa e seu nível de distanciamento da falência não influenciam a lucratividade. Esse resultado é semelhante ao encontrado no mercado norte-americano. De certa maneira, os resultados sugerem que, no Brasil, variáveis do setor como munificência e dinamismo possuem maior impacto na lucratividade, suplantando as variáveis da própria firma. Empresas tendem a apresentar maior lucratividade quanto maior a

munificência e menor o dinamismo do setor. Assim, o resultado sugere que o crescimento do setor afeta positivamente o desempenho de uma empresa e que a instabilidade setorial, apesar de aumentar o risco e implicar teoricamente o aumento de retorno esperado, na prática, compromete a lucratividade.

Para a análise subsequente, foram realizados diversos ajustes visando diminuir a variabilidade dos coeficientes. Porém, considerando o número limitado de países na amostra e a quantidade de variáveis ao nível do país, evitou-se eliminar dados discrepantes, utilizando-se a amostra inteira no segundo estágio. Portanto, mais uma vez, generalizações de resultados devem ser analisadas com cuidado.

Assim, no segundo estágio, busca-se avaliar um efeito indireto de variáveis ao nível do país, no desempenho das empresas. Considerando uma metodologia semelhante à de Jong *et al.* (2008), investiga-se a influência de variáveis ao nível do país nos valores médios dos coeficientes angulares levantados no primeiro estágio. Regressões através de mínimos quadrados ordinários (MQO) e de mínimos quadrados ponderados (MQP) pelo inverso dos erros-padrão dos coeficientes estimados conduzem a resultados semelhantes. Os resultados da regressão MQO são mostrados nas Tabelas 3 e 4, para o estudo da influência indireta na lucratividade, seguindo respectivamente os Modelos 2 e 3.

A Tabela 4 sugere que variáveis gerais do nível do país tais como os graus de imposição de leis, de burocracia e de corrupção, embora importantes em um contexto macro, não influenciam os coeficientes angulares $Beta_i$, associados às variáveis no nível da firma. Somente a variável de controle referente à competitividade do país $Herf_Ind$ mostrou-se significativa para explicar os coeficientes associados ao impacto das dificuldades financeiras $F_DISTRESS$ e do dinamismo do setor SC_DYNAM na lucratividade da empresa. Quanto maior

Tabela 3 - Influência das variáveis de governança ao nível do país nos $Beta_i^j$.

Table 3 - Influence of governance country-level variables in $Beta_i^j$.

Variável	Prot_Cred	Prot_Share	Effic_Board	Unr_Prof	GDP_Grow	Herf_Ind	Un_Memb
$Beta_1$	.025	.416	-.318	.949	-.403	-6.694	-.007
$Beta_2$	-.172	-.072	.037	-.215	.087	2.040	.002
$Beta_3$	.008	-.008	-.049	0.145 ^b	-.015	-1.161 ^a	.001
$Beta_4$	.036	-.058	-.040	.037	.026	-.878	.005
$Beta_5$	0.660 ^c	-.010	.268	-.394	-.012	.548	-.008
$Beta_6$	.040	.007	-.016	.026	.017	-.135	.004
$Beta_7$	-.020	.012	.019	.169	-.072	-1.065	-.010
$Beta_8$	.114	-.176	-.139	-.512	-.033	-9.641 ^a	-.010

Obs.: a, b, c representam resultados significantes a 1%, 5% e 10% respectivamente.

(a) Os valores da tabela mostram os coeficientes da regressão do Modelo 2. (b) As variáveis dependentes $Beta_i$, $i = 1, \dots, 8$, representam as medianas dos coeficientes da regressão do Modelo 1, obtida considerando-se os dados anuais entre 2003 e 2007. (c) As variáveis independentes são $Prot_Cred$ (Direitos dos credores), $Prot_Share$ (Direitos dos acionistas), $Effic_Board$ (Eficácia do conselho de administração), Unr_Prof (Porcentagem de lucros e salários não reportados), GDP_Grow (Crescimento do PIB), $Herf_Index$ (Índice de Herfindahl) e Un_Memb (Nível de sindicalização)

Tabela 2 - Influência das variáveis ao nível da firma na lucratividade das empresas.

Table 2 - Influence of firm-level variables in profitability of firms.

País	Intercepto	Beta ₁	Beta ₂	Beta ₃	Beta ₄	Beta ₅	Beta ₆	Beta ₇	Beta ₈
África do Sul	5.59	-0.96	-0.17	0.01	0.12	-0.25	-0.15	-0.25	-0.71
Alemanha	-0.68	1.87	0.61	-0.01	0.48	-0.38	0.21	-0.62	-1.08
Argentina	0.23	0.95	0.04	-0.01	0.05	-0.01	0.38	-0.01	-1.35
Austrália	2.01	0.80	-0.06	0.00	-0.16	-1.21	0.00	0.05	-0.82
Áustria	-0.36	-0.78	0.22	-0.03	0.05	0.15	0.00	0.56	0.08
Brasil	-0.78	-0.44	0.00	-0.01	-0.17	-0.17	0.51	0.88	-2.16
Canadá	0.55	-0.92	0.05	0.00	-0.11	0.09	-0.03	0.38	0.20
Chile	-8.28	-3.88	0.19	-0.27	-0.19	6.37	1.38	-0.17	-2.69
Cingapura	3.82	-1.59	-0.23	-0.02	-0.14	-1.56	0.19	-1.67	-1.07
Colômbia	9.45	-0.31	0.05	-0.66	-1.95	-1.22	-1.63	4.35	-0.70
Coréia do Sul	0.84	0.49	0.25	-0.05	-0.03	-1.31	0.09	0.39	-0.37
Dinamarca	1.00	-0.06	0.04	-0.02	-0.02	-0.61	0.01	-0.09	-0.38
Espanha	0.79	0.88	0.14	-0.15	-0.18	0.53	0.17	0.56	0.48
Estados Unidos	1.30	-0.21	0.00	0.00	-0.10	-1.31	0.01	0.05	-0.36
Filipinas	-0.11	-3.50	1.77	-0.16	0.53	-4.88	0.22	-3.73	-9.73
Finlândia	0.20	0.52	0.27	-0.06	0.01	0.12	0.08	-0.14	-0.73
França	2.75	-0.36	0.01	-0.09	0.21	-0.85	0.28	-0.30	0.25
Grécia	0.71	-1.09	0.22	-0.16	-0.01	-0.17	0.11	0.18	-0.07
Holanda	-0.65	-0.53	0.15	-0.04	-0.02	0.18	-0.03	0.63	1.16
Hong Kong	1.52	8.23	-3.85	0.03	-0.34	8.78	-0.14	-0.76	1.10
Índia	-2.46	-5.86	0.42	-0.05	0.34	3.38	0.26	2.95	1.94
Indonésia	1.97	1.64	-0.06	0.16	-0.08	-0.18	0.00	-0.14	-2.76
Irlanda	1.89	0.01	-0.09	-0.10	-0.03	-0.56	-0.02	-1.30	-1.09
Israel	-0.27	-9.50	-1.37	-0.10	0.16	5.87	0.41	1.63	0.41
Itália	1.99	0.78	-1.26	0.03	-0.13	-0.56	-0.05	-2.25	-0.59
Japão	0.42	-1.68	0.02	0.01	0.06	-0.53	0.00	-0.27	0.09
Malásia	-0.15	1.68	0.29	-0.03	0.06	-2.68	0.06	-0.66	0.30
México	-1.63	2.06	-0.29	0.30	0.13	0.70	0.08	0.30	0.17
Noruega	-0.79	1.53	0.15	-0.06	-0.26	-0.80	-0.05	0.78	1.51
Nova Zelândia	0.39	-0.24	0.09	0.00	0.01	0.28	-0.01	-1.17	-0.30
Paquistão	1.95	-0.08	0.04	-0.07	-0.09	-0.85	0.03	-0.19	0.15
Portugal	-0.26	0.47	-0.89	0.96	0.07	-0.40	-0.09	-0.23	0.18
Reino Unido	0.83	-0.07	0.00	0.01	-0.07	1.04	-0.04	0.39	-0.23
Suécia	-0.31	-3.85	0.33	-0.09	0.17	-1.35	0.14	0.75	0.24
Suíça	-1.85	-0.69	-0.15	0.04	-0.03	-0.53	-0.08	0.85	0.88
Tailândia	-1.82	-6.46	0.27	-0.03	0.11	1.68	0.16	0.31	0.71
Turquia	-0.38	0.53	-0.01	0.01	-0.06	-2.04	0.19	1.13	-0.35
Taiwan	1.06	-2.47	0.07	-0.03	-0.06	-1.18	0.00	0.36	0.67

(a) Os valores da tabela mostram as medianas dos coeficientes da regressão do Modelo 1. (b) No Modelo 1, a variável dependente é F_PROF (Lucratividade) e as variáveis independentes, aos quais os coeficientes Beta_i, $i = 1, \dots, 8$ estão associados são, respectivamente, $F_BOOKLEV$ (Alavancagem), F_GROWTH (Crescimento), $F_DISTRESS$ (Dificuldade financeira), F_SIZE (Tamanho), F_TANG (Tangibilidade), F_LIQUID (Liquidez), SC_MUNIF (Município), SC_DYNAM (Dinamismo).

Tabela 4 - Influência das variáveis gerais do nível do país nos $Beta_i^j$.
Table 4 - Influence of general variables of countries in $Beta_i^j$.

Variável	Enforcem	Bureauc	Corrupt	GDP_Grow	Herf_Ind	Un_Memb
Beta ₁	-1.907	-0.006	-0.509	-0.378	-7.577	-0.018
Beta ₂	0.552	0.002	0.213	0.064	2.625	0.010
Beta ₃	-0.124	0.001	-0.029	-0.009	-1.034 ^b	0.000
Beta ₄	0.219	0.001	0.084	0.034	-0.527	0.005
Beta ₅	-0.830	0.013	-0.655	0.043	-3.024	-0.031
Beta ₆	-0.100	0.002	-0.056	0.023	-0.351	0.002
Beta ₇	0.401	0.006	0.161	-0.056	-0.690	-0.006
Beta ₈	1.264	-0.008	0.340	-0.013	-7.452 ^b	-0.022

Obs.: a, b, c representam resultados significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

(a) Os valores da tabela mostram os coeficientes da regressão do Modelo 3. (b) As variáveis dependentes $Beta_i$, $i = 1, \dots, 8$, representam a mediana dos coeficientes da regressão do Modelo 1, obtida considerando-se os dados anuais entre 2003 e 2007. (c) As variáveis independentes são *Enforcem* (Nível de imposição da lei), *Bureaucr* (Burocracia), *Corrupt* (Nível de corrupção), *GDP_Grow* (Crescimento do PIB), *Herf_Index* (Índice de Herfindahl) e *Un_Memb* (Nível de sindicalização)

a concentração de mercado por poucas empresas, menores os coeficientes.

Em contraste, algumas variáveis associadas à governança corporativa no nível do país mostraram-se relevantes para explicar os coeficientes angulares, conforme a Tabela 3. Exemplificando, pode-se identificar uma relação significativa entre o nível de *disclosure* sobre lucros ou salários *Unr_Prof* e o coeficiente da regressão $Beta_3$ referente à *F_DISTRESS*, isto é, à proximidade ou distanciamento da falência. De fato, empresas em dificuldades financeiras podem ser mais sensíveis ao *disclosure* de informações sobre lucros ou sobre salários pagos aos executivos. Pode-se supor que gestores ficam menos propensos a informarem o total de despesas com seus salários, principalmente em situações nas quais a empresa passa por dificuldades financeiras. Este conflito de agência pode implicar, portanto, que a assimetria de informações como, por exemplo, de informações relacionadas com salários e bônus, aumenta em empresas com dificuldades financeiras e, de certa maneira, pode impactar a lucratividade.

É interessante observar que os resultados sugerem que a proteção ao acionista *Prot_Share* e a eficácia do conselho de administração *Effic_Board* em um dado país não explicam os coeficientes angulares e, portanto, não teriam influência indireta na lucratividade das empresas. Eventualmente, especificidades das próprias empresas com relação à proteção dos direitos do acionista são muito mais relevantes do que níveis amplos de governança, consolidados por país.

Finalmente, o nível de proteção do credor *Prot_Cred*, ou seja, os direitos do credor, está relacionado ao impacto da tangibilidade *F_TANG* da empresa na lucratividade *F_PROFITAB*. Este resultado parece ser interessante, pois pode evidenciar que a proteção ao credor é uma variável que indiretamente pode melhorar a lucratividade da empresa na medida em que influencia o coeficiente da tangibilidade. Dado o caráter de seus ativos fixos, que constituem importantes garantias em

empréstimos, empresas tangível-intensivas podem ter melhor lucratividade em ambientes institucionais que promovem uma maior proteção aos credores.

COMENTÁRIOS FINAIS

Este trabalho buscou investigar influências indiretas de variáveis de governança no nível do país na lucratividade de empresas. A partir de uma amostra de 17.493 empresas de 38 países, foi realizada uma análise em dois estágios, semelhante à de Jong *et al.* (2008). No primeiro estágio, através de uma análise de regressão, variáveis específicas da firma foram utilizadas para explicar a lucratividade. No segundo estágio, variáveis de governança e variáveis gerais no nível do país serviram de variáveis independentes para estimar os coeficientes angulares obtidos no primeiro estágio. Assim, uma das contribuições deste trabalho é analisar a governança dentro de um contexto internacional. Conforme sugerem La Porta *et al.* (1998), vários trabalhos sobre governança restringem-se ao estudo de firmas de um único país ou de um conjunto pequeno de países, como os de Kaplan e Minton (1994) e Rajan e Zingales (1995).

Salienta-se que, em decorrência das características dos dados, que apresentam heterocedasticidade, colinearidade e que violam algumas premissas das técnicas quantitativas utilizadas, os resultados da pesquisa devem ser vistos com cautela. Ajustes, transformações e eliminação de *outliers* podem aprimorar os resultados, bem como o uso de técnicas econométricas alternativas podem constituir evoluções deste estudo baseado em avaliações em dois estágios.

A metodologia empreendida, na qual (i) inicialmente são obtidas estimativas dos coeficientes angulares associados à regressão da lucratividade em relação às variáveis ao nível da firma de cada país e (ii) posteriormente as medidas de tendência central desses coeficientes são usadas como variáveis dependentes em novas regressões com variáveis específicas de cada país, baseia-se no estudo de Jong *et al.* (2008), no qual o endividamento é

analisado em relação a variáveis ao nível da firma e ao nível do país. Mecanismos alternativos poderiam ser utilizados e, de fato, estão sendo considerados em estudos subsequentes dos autores.

Por exemplo, técnicas alternativas podem ser usadas no Modelo 1 como, por exemplo, análise de dados em painel com efeitos fixos com interceptos e coeficientes angulares que variam com o país. Conforme argumenta Hsiao (2003), dados em painel possuem diversas vantagens sobre dados em *cross-section* e sobre séries temporais, como, por exemplo, (i) inferência mais acurada, com melhorias na eficiência de estimativas de parâmetros de modelos, em função de um maior grau de liberdade e uma menor multicolinearidade, e (ii) controle do impacto de variáveis omitidas, que permite melhor contornar situações em que certas variáveis do modelo são correlacionadas com variáveis explanatórias.

Além disso, análise multinível, ou modelos lineares hierárquicos, também pode ser utilizada para investigar o problema de forma mais direta, uma vez que possibilita, em um único modelo, a inclusão de variáveis de diferentes níveis. Desta forma, variáveis específicas ao nível da firma, ao nível do país, segregadas por níveis temporais, isto é, por ano, podem ser contempladas simultaneamente. De acordo com Gelman e Hill (2006), a análise multinível tem se tornado uma abordagem popular para modelar dados estruturados hierarquicamente, apresentando algumas vantagens: (i) desempenho superior em acurácia preditiva, comparativamente à regressão clássica e (ii) interpretação de médias individuais como efeito contextual, propiciando inferências causais.

No entanto, para fins deste trabalho, optou-se por seguir técnicas semelhantes à de Jong *et al.* (2008), que se baseiam em regressões lineares tradicionais. Adicionalmente, a metodologia seguida possibilita escolher diferentes medidas de tendência central a serem usadas como variáveis dependentes nos Modelos 2 e 3. Em particular, conforme destacado, os resultados descritos no estudo referem-se ao uso de medianas dos coeficientes angulares. Desta forma, são obtidos resultados mais robustos e menos sujeitos a problemas de dados discrepantes. Considerando os mecanismos de estimação, notadamente baseados em técnicas de maximização da função de verossimilhança, o uso de modelos mais robustos poderia se tornar complexo na análise de dados em painel ou no estudo de modelos hierárquicos lineares.

Destaca-se que, apesar das vantagens para estimação de parâmetros, principalmente em relação ao método da máxima verossimilhança e à sua aplicação em análises causais como, por exemplo, em análise de caminho (*path analysis*) ou de modelagem de equações estruturais, não foi usado um modelo de regressão de 2SLS (*two-stage least squares* ou mínimos quadrados em dois estágios). Assim, não se considerou, *a priori*, que variáveis preditoras estivessem correlacionadas com o termo de erro da variável dependente. A despeito de análises com 2SLS não terem sido realizadas, Leeuw e Kreft (1986) reportam que técnicas baseadas em mínimos quadrados ordinários, mínimos

quadrados em dois estágios e mínimos quadrados ponderados generalizados conduzem a parâmetros similares para estimativas a partir dos mesmos dados.

Uma limitação no *design* da pesquisa envolve problemas conceituais. Por exemplo, características dos países podem não ter influência nas empresas, uma vez que, segundo Easterbrook e Fischel (1991), contratos ou estratégias corporativas podem tornar inócuas algumas regras de governança. Ou seja, características de governança específicas das empresas podem suplantam variáveis do nível do país. Além disso, pode-se argumentar que a amostra levantada é viesada, pois é composta por empresas com ações negociadas em bolsa e que, portanto, estão inseridas em um ambiente de maior conscientização com práticas de governança (John *et al.*, 2008). Assim, sugere-se para avanço da pesquisa a realização do estudo contemplando uma amostra de empresas privadas, nas quais os aspectos de governança poderiam ser mais críticos.

A despeito dos argumentos de Easterbrook e Fischel (1991) e de John *et al.* (2008), os resultados da pesquisa mostram que algumas variáveis institucionais e de governança do país podem afetar indiretamente a lucratividade de empresas. Considerando características amplas de um país, a competitividade do mercado interno, medida pelo índice de concentração de Herfindahl, impacta significativamente nos coeficientes angulares referentes ao distanciamento da falência e ao dinamismo do setor. Assim, por exemplo, quanto maior a competitividade em um país, maiores os impactos que o dinamismo ou instabilidade do setor tem na lucratividade da firma.

Com relação às características de governança de um país, resultados mais relevantes mostram que quanto menor o *disclosure* sobre lucros e salários, maior o coeficiente que indica o impacto do distanciamento da falência na lucratividade da empresa. Ou seja, em países com menos exigências por informações, a sensibilidade da lucratividade à variável de distanciamento da falência é maior. Esses relacionamentos são passíveis de novos estudos, pois podem sugerir que países que permitem menor *disclosure* incentivam maiores assimetrias de informação com relação à real situação financeira da empresa bem como com relação a eventuais pagamentos de propinas. De fato, segundo Wu (2005), a limitação na publicação de dados contábeis pode servir como camuflagem de irregularidades cometidas pela empresa. Desta forma, o resultado reforça a ideia de que a exigência por informações e a efetiva averiguação da veracidade dessas informações constituem elementos importantes de uma prática de governança que fomente o desempenho de empresas.

Outra característica de governança de um país que influencia indiretamente a lucratividade de uma empresa está ligada à proteção de credores. Quanto maior a proteção aos credores em um país, maior a sensibilidade da lucratividade da empresa em relação à sua tangibilidade. Apesar de não ter sido explicitamente investigada neste trabalho, a questão pode ser avaliada de forma invertida. Por exemplo, em países com menor governança, a tangibilidade da empresa pode ser

menos importante para a lucratividade, pois a menor proteção aos credores implicaria uma dificuldade, no caso de falência, de acesso às garantias que comumente são constituídas por ativos fixos, tangíveis.

Finalizando, podem ser resumidos os principais resultados empíricos obtidos na pesquisa: (i) variáveis do país como os níveis de burocracia, de corrupção e de imposição da lei não são relevantes para impactar indiretamente a lucratividade de uma empresa, (ii) o grau de competitividade de um país pode impactar a lucratividade, através de sua influência indireta nos coeficientes angulares associados às dificuldades financeiras da empresa e ao dinamismo do setor, (iii) a assimetria informacional ligado à falta de *disclosure* sobre lucros e salários tem uma influência no coeficiente da dificuldade financeira e (iv) a proteção ao credor pode afetar a influência da tangibilidade na lucratividade de empresas, uma vez que ativos fixos, mais tangíveis, podem servir de garantia para o financiamento da empresa.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A.B.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. 2004. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP*, 39(4):338-347.
- AGUILERA, R.V.; JACKSON, G. 2003. The cross-national-diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28:447-465.
- ALCHIAN, A. 1950. Uncertainty, evolution and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58(3):211-221. <http://dx.doi.org/10.1086/256940>
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. 2007. Financial constraints, asset tangibility and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20:1429-1460. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- ALTMAN, E.L. 1968. Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4):589-609.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. 2003. Corporate governance and control. In: G.M. CONSTANTINIDES; M. HARRIS; R.M. STULZ (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1):1-109.
- BERLE, A.; MEANS, G. 1932. *The modern corporation and private property*. New York, Macmillan, 396 p.
- BERKOWITZ, D.; PISTOR, K.; RICHARD, J. 2003. Economic development, legality, and the transplant effect. *European Economic Review*, 47(1):165-195. [http://dx.doi.org/10.1016/S0014-2921\(01\)00196-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0014-2921(01)00196-9)
- BHASA, M.P. 2004. Global corporate governance: Debates and challenges. *Corporate Governance*, 4(2):5-17. <http://dx.doi.org/10.1108/14720700410534930>
- BOYD, B. 1995. CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16:301-312. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250160404>
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2004. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP*, 39(4):348-361.
- CARVALHO, A.G. 2002. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da USP*, 37(3):19-32.
- CASTROGIOVANNI, G.J. 1991. Environmental munificency: A theoretical assessment. *Academy of Management Review*, 16:542-565.
- CLAESSENS, S.; KLAPPER, L.F. 2002. *Bankruptcy around the world: explanations of its relative use*. Policy Research Working Paper Series 2865. Washington, The World Bank, 34 p.
- DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. 1999. *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons*. World Bank Policy Working Paper no 2143. Washington, The World Bank, 72 p.
- DESS, G.G.; BEARD, D.W. 1984. Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*, 29:52-73. <http://dx.doi.org/10.2307/2393080>
- DOIDGE, C.; KAROLYI, A.G.; STULZ, R.M. 2007. Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1):1-39. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>
- DURNEY, A.; LI, K.; MORCK, R.; YEUNG, B. 2004. Capital markets and capital allocation: implications for economies in transition. *Economics of Transition*, 12:593-634. <http://dx.doi.org/10.1111/j.0967-0750.2004.00196.x>
- EASTERBROOK, F.H.; FISCHEL, D.R. 1991. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Harvard University Press, 384 p.
- EELS, R.S.F. 1960. *The meaning of modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise*. New York, Columbia University Press, 427 p.
- FALEYE, O.; MEHROTRA, V.; MORCK, R. 2006. When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3):489-510. <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109000002519>
- FUNCHAL, B.; GALDI, F.C.; LOPES, A.B. 2008. Interactions between corporate governance, bankruptcy laws and firm's debt financing: The Brazilian case. *Brazilian Administration Review*, 5(3):245-259. <http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922008000300006>
- GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT (GCR). 2001-2002. Global Competitiveness Report: 2001-2002. Geneva, World Economic Forum, 527 p.
- GELMAN, A.; HILL, J. 2006. *Data analysis using regression and multilevel/hierarchical models*. Cambridge, Cambridge University Press, 648 p. <http://dx.doi.org/10.1017/CB09780511790942>
- HART, O. 1995. Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430):678-689. <http://dx.doi.org/10.2307/2235027>
- HSIAO, C. 2003. *Analysis of panel data*. 2ª ed., Cambridge, Cambridge University Press, 384 p.
- IYER, D.; MILLER, K.D. 2008. Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions. *Academy of Management Journal*, 51(4):808-822. <http://dx.doi.org/10.5465/AMJ.2008.33666024>
- JENSEN, M. 1993. The modern industrial revolution. *The Journal of Finance*, 48(3):831-880. <http://dx.doi.org/10.2307/2329018>
- JENSEN, M.; MECKLING, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- JOHN, R.; LITOV, L.; YEUNG, B. 2008. Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 63(4):1679-1728. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x>

- JONG, A.D.; KABIR, R.; NGUYEN, T.T. 2008. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9):1954-1969. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- KAPLAN, S.N.; MINTON, B.A. 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36:225-258. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90025-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(94)90025-6)
- KING, R.G.; LEVINE, R. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108:717-738. <http://dx.doi.org/10.2307/2118406>
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1):1-25. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Law and finance. 1998. *Journal of Political Economy*, 106(6):1113-1155. <http://dx.doi.org/10.1086/250042>
- LAMEIRA, V.J.; NESS JR., W.L.; MACEDO-SOARES, D.L.A. 2007. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da USP*, 42(1):64-73.
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2007. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: A. CHONG; F. LOPEZ-DE-SILANES, *Investor protection and corporate governance: Firm level evidence across Latin America*. Palo Alto, Stanford University Press, p. 213-287.
- LEEJW, J.; KREFT, I.G.G. 1986. Random coefficient models for multi-level analysis. *Journal of Educational Statistics*, 11:57-86. <http://dx.doi.org/10.2307/1164848>
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3):261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53:433-443.
- MORCK, R.K.; YEUNG, B.; YU, W. 2000. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58:215-260. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00071-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- NORTH, D.C. 1990. *Institutions, institutional change and economic performance*. Oxford, Oxford University Press, 152 p.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50:1421-1460.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. 2007. Impactos de fatores macroeconômicos nas melhores práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista de Administração da USP*, 42(3):265-279.
- ROSS, S. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, 63(2):134-139.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 1998. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52:727-783.
- SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. 2002. Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66:3-27. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00149-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00149-6)
- SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. 2003. Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3):50-64.
- SILVEIRA, A.D.M.; LEAL, R.P.C.; BARROS, L.A.B.C., CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. 2009. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da USP*, 44(3):173-189.
- SILVEIRA, A.D.M.; PEROBELLI, F.F.C.; BARROS, L.A.B.C. 2008. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3):763-788.
- STIGLITZ, J.E. 2004. Information and the change in the paradigm in Economics, part 2. *American Economist*, 48(1):17-49.
- WEIMER, J.; PAPE, J.C. 1999. A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance - An International Review*, 7:152-166.
- WU, X. 2005. Corporate governance and corruption: A cross-country analysis. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 18(2):151-170. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0491.2005.00271.x>
- ZATTONI, A.; CUOMO, F. 2008. Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance*, 16(1):1-15. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x>
- ZINGALES, L. 1998. Corporate governance. In: P. NEWMAN (ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*. London, Stockton Press, p. 36-49.

Submetido: 16/11/2009

Aceito: 07/02/2011

HERBERT KIMURA

Universidade Mackenzie
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Rua da Consolação, 930
01302-907, São Paulo, SP, Brasil

EDUARDO KAZUO KAYO

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Avenida Prof. Luciano Gualberto, 908
05508-010, São Paulo, SP, Brasil

LUIZ CARLOS JACOB PERERA

Universidade Mackenzie
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Rua da Consolação, 930
01302-907, São Paulo, SP, Brasil

ROBERTO BORGES KERR

Universidade Mackenzie
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Rua da Consolação, 930
01302-907, São Paulo, SP, Brasil