

Internacionalização e Governança Corporativa: Um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro.

LUZELIA CALEGARI SANTOS MOIZINHO

UFU - Universidade Federal de Uberlândia

luzeliacalegari@hotmail.com

ROGÉRIO BORGES BORSATO

UFU - Universidade Federal de Uberlândia

rogerioborsato@uol.com.br

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

fmacielpeixoto@gmail.com

VINÍCIUS SILVA PEREIRA

Universidade Federal de Uberlândia

vinicius@fagen.ufu.br

Internacionalização e Governança Corporativa: Um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo analisar os efeitos da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa, bem como o efeito da governança corporativa na internacionalização. Como objeto de estudo considerou-se as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, no período de 2005 a 2010, e para o tratamento dos dados utilizou-se do modelo de regressão com dados em painel. Como variáveis de internacionalização das empresas, utilizou-se a exportação sobre a receita total e a comercialização de ADRs. Já para a governança corporativa, criou-se um índice pelo método da Análise Fatorial. Os resultados evidenciaram que as exportações tiveram relação positiva com a qualidade da governança, enquanto a comercialização de ADRs apresentou relação negativa. Como contribuição os resultados apontaram que empresas com níveis de governança mais elevados apresentam possibilidades de incrementar suas receitas pelas exportações, em contrapartida, empresas com baixos índices de governança tendem a buscar financiamentos no exterior como forma de mitigar os problemas de gestão. Sugerem-se como futuras pesquisas a inclusão de outros indicadores de internacionalização.

Palavras-chave: Internacionalização; Governança Corporativa; Empresas Brasileiras.

ABSTRACT

This work aims to analyze the effects on the internationalization quality of corporate governance, as well as the effect of corporate governance on internationalization. As an object of study we have considered the Brazilian non - financial listed companies in the period 2005-2010, and for the treatment of the data it was used the regression model with panel data. As variables of internationalization of companies it was used the exportation level on sales and trading of ADRs. For corporate governance, we created an index using the Factor Analysis method. The results showed that exports had a positive relationship with the quality of governance, while the trading of ADRs showed a negative relationship. As contribution these results indicates that firms with higher levels of governance have opportunities to increase their sales from exports, on the other hand, companies with low levels of governance tend to seek financing abroad as a way to mitigate the problems of managing. It is suggested as future research to include other indicators of internationalization as a percentage of foreign assets and percentage of foreign employees.

Keywords: Internationalization; Corporate Governance; Brazilian Companies.

1. INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990 com a abertura da economia brasileira, intensificou-se o processo de globalização da economia nacional e houve um conseqüente aumento da internacionalização das empresas brasileiras. Esse processo ocorreu via exportação e importação de produtos e serviços, franquias, *join ventures*, e investimentos diretos pela emissão de títulos a outros países

A série histórica da balança comercial revela que o crescimento das exportações anuais foi de 330% nos últimos dez anos. Em 2003 o volume de exportações totalizou 73,2 bilhões de dólares. Em 2011, o Brasil apresentou o seu volume recorde de exportação atingindo 256,04 bilhões de dólares e em 2012 manteve os mesmos patamares totalizando 242,6 bilhões de dólares. (UNCTAD, 2013)

As exportações consistem em uma das formas de entrada das empresas no mercado internacional. Empresas procuram promover o crescimento de seus resultados, diluir o risco de suas operações locais e obter vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes (JOHANSSON, 1994).

No processo de internacionalização das empresas, destaca-se o papel da governança corporativa. As empresas que adotam mecanismos para melhorar o seu gerenciamento, conforme os princípios da governança corporativa, tendem a aumentar o valor de seus ativos. Esses mecanismos objetivam reduzir a assimetria de informações entre os agentes, proteger os acionistas minoritários e manter conselhos mais eficientes e produtivos (RAPPAPORT, 1998; ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Dessa forma, a aderência aos padrões de governança corporativa recomendada pelos agentes de mercado possibilita uma melhor avaliação de suas ações (SILVEIRA, 2005) e, conseqüentemente, oportunidades de captação de recursos a custos mais baixos (ROGERS, 2006). Sabe-se que uma das formas de se captar recursos no mercado de capitais é por meio de emissão dos *American Depositary Receipts* (ADRs). Estudos evidenciam que empresas que emitem ADRs tendem a possuir um maior nível de governança, conseqüentemente um menor risco e captações de recursos próprios a custos menores (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; LAMEIRA, 2012).

Por outro lado, estudos recentes questionam uma possível relação contrária, como a pesquisa de Andrade e Galina (2013) comprovando que o grau de internacionalização tem efeito inverso no desempenho das firmas e ocorre em países com fraca governança corporativa e baixa competitividade empresarial.

Quanto à forma de captação de recursos, também há outros entendimentos de internacionalização de empresas. Pereira e Sheng (2013), por exemplo, utilizam o indicador *Degree of Internationalization* (DOI) da UNCTAD (2013), que leva em consideração as vendas, ativos e pessoas no exterior. Os autores alertam para o fato de que algumas empresas optam pelo financiamento local, via endividamentos com bancos, mesmo a custos mais altos, para não alterarem o nível de concentração da propriedade. Por sua vez, a concentração de propriedade é uma das variáveis estudadas dentro da temática de governança corporativa, como ressaltam os estudos de Morck, Shleifer, Vishny (1988), Claessens *et al.* (2002), Pereira e Sheng (2013). Assim, apesar de algumas evidências empíricas terem tangenciado possíveis efeitos entre internacionalização e as variáveis de governança corporativa, pouco se conhece da relação entre estas duas variáveis.

Neste contexto, este estudo se propõe a analisar os efeitos da internacionalização sobre a qualidade da governança corporativa, bem como o efeito da governança corporativa na internacionalização. Como objeto de estudo será considerado as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, no período de 2005 a 2010 e o tratamento dos dados será feito por meio da modelagem de dados em painel.

O trabalho de Oesterle, Richta e Fisch (2013), a partir da análise de dados em painel das 102 maiores companhias alemãs no período de 1990 a 2006, conclui que não existe uma relação linear entre a concentração de propriedade de capital e internacionalização da empresa. Os autores argumentam que acionistas de organizações muito dispersas não têm condições e tampouco interesse em monitorar como os gestores estão administrando seus recursos, dessa forma, os gestores tem relativo grau de liberdade para usufruir de benefícios privados de controle. Neste caso, a internacionalização não é desejável para os acionistas minoritários. Por outro lado, para os acionistas controladores, a internacionalização apresenta melhores oportunidades de maximizar sua riqueza, sem perder o controle da gestão.

Na análise de 1776 empresas latino-americanas, Pereira e Sheng (2013) concluíram entre outros aspectos, que existe uma relação inversa entre o nível de internacionalização das empresas e o nível de concentração de propriedade e que há uma simultaneidade na determinação entre o nível de internacionalização e concentração de propriedade. Como contribuição principal, os autores sugerem que os gestores privilegiam a internacionalização como forma de maior prospecção e obtenção de recursos necessários ao crescimento da firma mesmo que para isso incida maior controle e monitoramento de suas decisões.

Neste cenário, fica reconhecida a importância da internacionalização e a compreensão do seu relacionamento com as práticas de governança corporativa. O conceito de governança corporativa é definido por Shleifer e Vishny (1997) como o conjunto de mecanismos para assegurar aos investidores o retorno de seus investimentos.

A necessidade de captação de recursos financeiros em mercados internacionais corroborou com o desenvolvimento de mecanismos de governança corporativa no Brasil e no mundo. Neste cenário, empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a agregar mais valor às suas ações, na medida em que fornecem aos seus investidores, mecanismos que lhes assegurem proteção superior (RAPPAPORT; 1998, ANDRADE; ROSSETTI; 2004, NAKAYASU; 2006).

Correia, Amaral e Louvet (2011) argumentam que esses mecanismos de governança corporativa, sob a ótica do controle dos problemas de agência envolvem: (1) composição do conselho de administração; (2) estrutura de propriedade e controle; (3) modalidades de incentivo aos administradores; (4) proteção aos acionistas minoritários e (5) transparência das informações publicadas.

Para Babic (2003) o desenvolvimento da governança corporativa requer o estabelecimento de regras de mercado para o crescimento econômico. A autora afirma que sem uma boa governança corporativa, as empresas não cumprem seus objetivos de lucratividade, responsabilidade social e eficácia operacional. O sucesso das empresas está atrelado às regras adequadas de governo, às instituições que as apoiam e à aceitação de uma cultura de governança corporativa entre os gestores, proprietários e outros *stakeholders*.

Segundo Leal e Saito (2003), há evidências de que a emissão de ADRs reduz o custo do capital próprio das empresas emitentes, pois a maior transparência exigida pelas instituições reguladoras dos EUA aliada ao sistema judiciário mais eficiente do país sinaliza menores riscos aos investidores.

Corroborando essa argumentação, o estudo de Lopes e Walker (2008), para empresas brasileiras no período de 1998 à 2004, constatou que práticas mais rigorosas de governança corporativa aliadas com a emissão de ADRs estão negativamente relacionadas com o gerenciamento de resultados. Para mensurar o grau de manipulação das informações, foi utilizada a metodologia de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

O trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) consistiu em mensurar a transparência das informações divulgadas e relacioná-las com o sistema legal de proteção dos investidores, o *enforcement* legal, a maturidade do mercado e a concentração de propriedade. Os autores consideraram a manipulação dos lucros (*Earnings Management* – EM) como *proxy* para

quantificar a transparência. A metodologia consistiu em mensurar quatro dimensões de manipulação dos resultados. A primeira dimensão (EM1) é a suavização dos lucros operacionais, calculada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional. A segunda dimensão (EM2) representa a correlação entre as alterações nos componentes contábeis (*accruals*) com o fluxo de caixa operacional. A terceira dimensão (EM3) demonstra a magnitude calculada pela razão entre as variações das contas (*accruals*) em número absoluto pelo valor absoluto do fluxo de caixa. Por fim, a quarta dimensão (EM4) reflete o gerenciamento de pequenas perdas. A partir de uma média aritmética (EM) entre as quatro medidas individuais, os autores classificaram o grau de gerenciamento de resultados dos países e agruparam em três *clusters*. A pesquisa evidenciou que o gerenciamento de resultados diminui no grupo de países com forte proteção legal dos investidores, limitando a capacidade dos gestores em adquirir benefícios privados de controle.

Amaral *et al* (2007) evidenciaram que as empresas brasileiras de capital aberto classificadas entre as maiores exportadoras e/ou com presença nos mercados de valores internacionais apresentam, na média, indicadores de qualidade de governança corporativa superiores aos das outras empresas. Para o estudo, os autores consideraram uma amostra de 128 empresas de capital aberto no período de 2003 a 2005 e construíram um índice de qualidade de governança composto por 20 perguntas binárias. Em seguida separaram as empresas em dois grupos, um composto por empresas consideradas atuantes internacionalmente (exportadoras ou que emitiram ADRs) e outro grupo com empresas não internacionalizáveis. Os autores concluíram, a partir de estatística descritiva, que a média do índice de governança corporativa era superior no grupo classificado como internacionalizado e concluíram que a inserção internacional pode ser uma das formas de melhorar a qualidade da governança e revelam que boas práticas de governança também podem ser um fator de competitividade para as empresas e contribuem para o desenvolvimento econômico do país.

Por outro lado, o estudo de Andrade e Galina apresentou relação inversa entre o grau de internacionalização e o desempenho das empresas multinacionais. Os autores avaliaram 33 empresas multinacionais de países em desenvolvimento, utilizaram como variável independente o DOI (composto pelo percentual de ativos externos, de vendas externas e funcionários externos), como variável dependente o desempenho financeiro (medido pelo retorno sobre ativos ROA) e como variáveis de controle o tamanho da multinacional, o tipo de indústria e o país de origem. Os autores concluíram que existe relação linear negativa entre a internacionalização e o desempenho e justificaram o fato argumentando que empresas podem buscar a internacionalização como meio para compensar as fraquezas na gestão dos negócios, baixa competitividade local e práticas de governança corporativa deficientes.

Posto isso, supõe-se neste estudo, assim como nos trabalhos de Amaral *et al* (2007), Lopes e Walker (2008) e Pereira e Sheng (2013) que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentem melhores indicadores de internacionalização tais como exportação e ADRs.

3. METODOLOGIA

Esse trabalho é considerado quantitativo quanto à abordagem do problema e descritivo quanto aos objetivos, uma vez, que se pretende conhecer os efeitos da internacionalização na qualidade da governança corporativa e um possível efeito inverso.

Para o tratamento dos dados utilizou-se a metodologia de dados em painel. Segundo Fávero *et al* (2009), dados em painel representam um conjunto de dados em que as unidades *cross-section* são disponibilizadas ao longo do tempo.

Inicialmente, a amostra foi formada pelas empresas de capital aberto com ações

comercializadas na BM&FBovespa, no período de 2005 a 2010, excluindo as instituições financeiras. Estas foram excluídas da amostra por apresentarem estrutura contábil e financeira muito peculiar, bem como critérios de análise diferentes de outros segmentos de negócio.

Conforme metodologia de Perobelli, Lopes e Silveira (2012) foram selecionadas as empresas com maiores níveis de liquidez. Essa seleção consiste em: 1-identificar a empresa com maior liquidez no período analisado; 2-multiplicar o resultado de liquidez dessa empresa por 0,001% e 3- selecionar as empresas com resultados de liquidez superiores ao valor multiplicado. Assim, a amostra populacional do estudo envolveu 245 empresas, formando um painel não-balanceado.

Para mensurar a qualidade da governança das empresas estudadas foi criado um índice de governança corporativa (IGC) a partir da análise fatorial de onze variáveis, que compreendem quatro dimensões da governança corporativa: (1) qualidade do conselho de administração, (2) incentivos aos gestores, (3) transparência e (4) estrutura de propriedade e controle (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; CORREIA, 2008; PEIXOTO, 2012).

No que tange à dimensão qualidade do **conselho de administração**, conforme Andrade *et al.* (2009) e Peixoto (2012), foram avaliadas: (1) o grau de independência do conselho, (2) a separação de funções entre presidente do conselho e CEO (*Chief Executive Officer*) e (3) o tamanho do conselho.

O grau de independência do conselho (GIC) foi calculado pela razão entre o número de conselheiros externos e o total de conselheiros. Dessa forma, o resultado pode variar de “zero” a “um”, sendo “um” a melhor situação de independência. Já a variável separação de funções presidente/CEO (SEP_PC) é dicotômica, podendo assumir valor “zero” quando o presidente do conselho é o CEO da empresa e “um” quando há separação das funções (ANDRADE *et al.*, 2009). Os dados para essas variáveis foram coletados nos IANs (Informativos Anuais) e Formulários de Referência da CVM. O tamanho do conselho é a quantidade total de membros conselheiros. Embora não exista na literatura um consenso sobre o tamanho ideal do conselho, neste estudo foi considerado que quanto maior o conselho menor as possibilidades de expropriação dos acionistas minoritários e conseqüentemente melhor a qualidade da governança corporativa (HERMALIN; WEISBACH, 2003; SILVEIRA 2005).

Para a dimensão incentivo aos gestores foram considerados: (1) a remuneração total, (2) a participação nos lucros e (3) a possibilidade de compras de ações da companhia. É esperado que empresas com melhores práticas de remuneração consigam reter os melhores gestores e desencorajar comportamentos oportunistas. Essa teoria é amparada nos estudos de Perobelli, Lopes e Silveira (2012), Correia (2008) e Peixoto (2012).

No que tange a remuneração paga aos executivos foi considerado o montante monetário total pago anualmente aos executivos da companhia. A participação nos lucros é uma variável *dummy*, assumindo valores “zero” para as empresas cuja política de remuneração não inclui participação dos gestores no lucro da firma e “um” quando os gestores têm direito a parcela do lucro. O mesmo critério foi adotado para a existência de um plano de opções de compra de ações. As informações relativas à compensação dos gestores foram obtidas nos IANs e Formulários de Referência da CVM.

Para a dimensão transparência foram adotadas as *proxies* propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), que consideram o gerenciamento dos resultados (*earnings management* - EM) como medida para avaliar a transparência da firma. Os estudos de Correia (2008) e Peixoto (2012) também consideraram essa metodologia para mensurar o mecanismo de transparência das empresas analisadas.

O método consiste em analisar a manipulação dos resultados segundo a ponderação de três dimensões: EM1, EM2 e EM3, sendo EM1 a suavização dos lucros operacionais, EM2 a correlação entre mudanças nas provisões contábeis (*accruals*) e o fluxo de caixa operacional e

EM3 a magnitude das variações. As equações que servem de base para o cálculo dos *earnings managements* estão descritas nas equações 1 e 2.

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad [1]$$

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it} \quad [2]$$

Onde:

ACC_{it} = *Accruals*, alterações nos componentes contábeis dos lucros;

ΔCA_{it} = Variação anual nos ativos circulantes totais;

$\Delta CASH_{it}$ = Variação anual no disponível e investimentos de curto prazo;

ΔCL_{it} = Variação anual nos passivos circulantes totais;

ΔSTD_{it} = Variação anual na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes;

ΔTP_{it} = Variação anual no imposto de renda a pagar;

Dep_{it} = Despesa de depreciação e amortização;

$LDIR_{it}$ = Lucro depois do imposto de renda;

CFO_{it} = Fluxo de caixa das operações.

Por fim, para avaliação da estrutura de propriedade e controle foram consideradas as variáveis direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa. A variável direito de controle (DCONT) foi calculada pela razão o volume de ações ordinárias (ON) detido pelo acionista majoritário em relação ao total de ações ordinárias da firma, podendo variar de “zero” a “100%”, sendo “100%” a situação extrema em termos de concentração de propriedade. Para a variável direito sobre o fluxo de caixa (DSFC) foi considerado o percentual de ações ordinárias e preferenciais em poder do acionista majoritário. Estudos apontam que empresas com menor concentração de propriedade, maior proteção aos acionistas minoritários, o que inclui direito de voto e participação nas decisões da firma sinalizam melhores práticas de governança (LA PORTA *et al.*, 2002; KAPPLER; LOVE, 2002; CLAESSENS; LAEVEN, 2002; PEIXOTO, 2012; PEREIRA; SHENG, 2013).

No Quadro 1 é apresentado o resumo dos onze indicadores que compuseram o índice de governança corporativa do presente estudo (IGC_11). Foi considerada ainda a análise fatorial dos cinco componentes mais representativos (IGC_5) e análise de um terceiro índice com o indicador de governança mais representativo e somente este (IGC_1).

O índice de governança corporativa proposto foi elaborado a partir da técnica análise de componentes principais (ACP). De acordo com Fávero *et al.* (2009), a técnica consiste em calcular todas as correlações entre diversos indicadores e isolar o fator principal, ou seja, identificar um fator que represente um conjunto de variáveis inter-relacionadas. Nesta técnica são estimados os fatores e as variâncias, de modo que as co-variâncias ou as correlações estejam o mais próximo possível dos valores observados.

No que se refere à internacionalização de uma empresa, Mansi e Reeb (2002) apontam que esta pode ser mensurada por três indicadores, que são os seguintes: exportações sobre vendas totais, ativos no exterior sobre ativos totais e distribuição geográfica, isto é, o número de países onde a empresa possui instalações.

Assim, seria possível utilizar esse modelo, com três medidas definindo o nível de internacionalização, assim como Pereira e Sheng (2013). No entanto, percebe-se nos estudos empíricos, grande dificuldade na obtenção desses dados para análise do grau de internacionalização, especialmente na obtenção dos ativos no exterior sobre os ativos totais e da distribuição geográfica. Além disso, segundo Mansi e Reeb (2002, p.135) a correlação entre ativos no exterior sobre ativos totais e nível de exportação é de 0,89 e a correlação entre nível de exportação e distribuição geográfica é de 0,78, o que significa que a associação entre os medidores é muito forte e positiva.

Ancorado no argumento de Mansi e Reeb (2002, p.134) que “para o grau de atividade internacional da empresa (DOI), uma variável comumente utilizada é a proporção das vendas externas”, este estudo utilizou-se o índice de exportação sobre vendas e a comercialização de ações na bolsa de Nova York, para mensurar o grau de internacionalização das empresas no Brasil.

Dimensão	Indicador	Mensuração	Autores
Conselho de Administração	Grau de independência (GIC)	Conselhos Independentes / Conselheiros Totais	Hermalin e Weisbach (2003), Andrade <i>et al</i> (2009), Correia (2008), Peixoto (2012).
	Independência do presidente (SEP_PC)	<i>Dummy</i> igual a “um” se Presidente do conselho é independente	
	Tamanho do conselho (TCON)	Total de conselheiros	
Compensação dos gestores	Remuneração dos gestores (REM)	Valor monetário anual pago aos executivos	Perobelli, Lopes, Silveira (2012), Correia (2008), Peixoto (2012).
	Participação nos lucros (PART)	<i>Dummy</i> igual a “um” se existe participação nos lucros	
	Plano de opções de compra de ações (ESOP)	<i>Dummy</i> igual a “um” se existe plano de compra de ações	
Transparência	Suavização dos lucros: (EM1)	Relação entre o desvio-padrão da receita operacional líquida e o desvio padrão do fluxo de caixa operacional $EM1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})}$	Leuz, Nanda, Wysocki (2003), Correia (2008), Peixoto (2012).
	Correlação entre as medidas: (EM2)	Correlação de Spearman entre as variações dos <i>accruals</i> e as variações do fluxo de caixa operacional $EM2 = \rho(\Delta ACC_{it}; CFO_{it})$	
	Magnitude dos <i>accruals</i> : (EM3)	Razão entre o valor absoluto dos <i>accruals</i> e fluxo de caixa operacional $EM3 = \frac{ ACC_{it} }{ CFO_{it} }$	
Estrutura de propriedade e controle	Direito de controle (DCONT)	Volume de ações ON do acionista majoritário/ Volume total de ON	La Porta <i>et al</i> (2002), Correia (2008), Peixoto (2012), Pereira e Sheng (2013)
	Direito sobre o fluxo de caixa (DSFC)	Volume de ações ON e PN do acionista majoritário/ Volume total	

Quadro 1 - Resumo dos indicadores de governança corporativa para a construção do IGC pela Análise Fatorial (ACP)

Fonte: La Porta *et al* (2002), Hermalin e Weisbach (2003), Leuz, Nanda, Wysocki (2003), Correia (2008), Andrade *et al* (2009), Peixoto (2012), Perobelli, Lopes, Silveira (2012), Pereira e Sheng (2013)

Como variáveis de controle, este estudo considerou o tamanho da firma (TAM), o crescimento da receita (CR), o risco de falência (RISK), o pagamento de dividendos (PAYOUT) e a tangibilidade dos ativos (TANG). Os efeitos esperados, bem como os autores pesquisados são resumidos no quadro 2.

Com relação aos modelos econométricos, neste estudo, será analisado em um primeiro momento o efeito da internacionalização sobre as práticas de governança corporativa (Modelo 1). Na sequência, será analisado o efeito da governança corporativa sobre a internacionalização (Modelo 2). Nessa perspectiva, o modelo a ser testado considera a governança corporativa como variável dependente, sendo exportação e emissão de ADRs as

variáveis de teste do modelo.

Sigla	Forma de mensuração	Fonte coleta dados	Efeito esperado	Autores
IGC como variável dependente				
EXPORT	Percentual de exportação sobre receita	Sítio eletrônico exame.abril.com.br/negocios/melhores-e-maiores/	+	Sullivan (1994), Mansi e Reeb (2002), Pereira (2013)
ADR	<i>Dummy</i> sendo valor 1 se a empresa emite ações na Bolsa de NY, níveis 2 e 3	CVM (2013)	+	Lameira (2007), Correia (2008), Peixoto (2012)
EXPORT como variável dependente				
IGC_11	Análise Fatorial das onze variáveis de governança	CVM e Economática	+	Pereira (2013)
IGC_5	Análise Fatorial das cinco variáveis de governança	CVM e Economática	+	Pereira (2013)
IGC_1	Análise Fatorial da variável de governança mais significativa	CVM e Economática	+	Pereira (2013)
Controle				
TAM	Logaritmo natural do ativo total	Economática	+ / -	Klapper e Love (2002), Pereira (2013)
CR	Percentual de crescimento da receita operacional	Economática	-	Iquiapaza, Lamounier, Amaral (2008), Peixoto (2013)
RISK	log do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos 5 anos	Economática	-	Pereira (2013)
TANG	Ativos Imobilizados /Ativo Total	Economática	+ / -	Pereira e Sheng (2012)
PAYOUT	Total de dividendos pagos / lucro líquido do exercício	Economática	+	Iquiapaza, Lamounier, Amaral (2008), Peixoto (2012), Pereira (2013)

Quadro 2 - Variáveis independentes e de controle analisadas nos modelos econométricos

Fonte: Autores pesquisados e descritos no quadro

A variável dependente qualidade da governança corporativa é mensurada pelos índices de qualidade de governança corporativa IGC. No caso deste trabalho foram três os IGC, a saber: IGC1, IGC5 e IGC11. Portanto, a partir do Modelo 1 tem-se três equações de regressão, um para cada variável dependente.

$$IGC_{it} = \alpha_1 + \beta_1 EXP_{it} + \beta_2 ADR_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 RISK_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 PAYOUT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 1

No segundo modelo a variável exportação é a dependente e o IGC passa a ser a variável teste. Assim como no modelo 1, haverá três equações, uma para cada índice.

$$EXP_{it} = \alpha_1 + \beta_1 IGC_{it} + \beta_2 ADR + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 RISK_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 PAYOUT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO

A primeira etapa do trabalho consistiu em construir um índice de governança corporativa a partir dos indicadores descritos na metodologia. A análise descritiva desses indicadores é apresentada na tabela 1. Os resultados demonstram que no período analisado, a maioria das empresas (60%) apresentou presidente do conselho diferente do CEO da empresa. No quesito remuneração, evidenciou-se que 43% das empresas possuem como política de remuneração a participação nos lucros e apenas 29% possuem plano de opções de compra de ações. Embora o desvio-padrão do mecanismo remuneração (REM) tenha sido maior que a média, esse fato se justifica pelas diferenças entre os tamanhos das empresas, número de funcionários e conseqüentemente número de membros executivos.

Tabela 1 – Análise descritiva dos indicadores de governança corporativa, período de 2005-2010.

	Observações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio
GIC	1.375	0,57	0	1	0,16
SEP_PC	1.374	64%	-	-	-
TCON	1.375	12,36	1	41	6,47
REM	1.287	6.862 mil	5.508	97.423	9.910
PART	1.374	43%	-	-	-
ESOP	1.374	29%	-	-	-
EM1	1.416	0,76	0,04	5,44	0,60
EM2	1.371	-0,6	-1,00	1,00	0,49
EM3	1.279	1,01	-1,00	27,86	2,09
DCONT	1.367	47,36%	0	99,86	25,99
DSFC	1.357	38,72%	0	100	22,08

Fonte: Resultados da pesquisa

Após a análise fatorial e utilizando a modelagem de dados em painel, os índices de governança obtidos foram regredidos com as variáveis dependentes e de controle pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, posteriormente com o modelo de efeitos fixos e em seguida com o modelo de efeitos aleatórios.

Por meio do resultado do teste de Multiplicador de Lagrange (LM) e de Breusch-Pagan, verificou-se que houve rejeição da hipótese nula, a de que a variância dos resíduos seja igual a zero. Neste caso, para os dados deste estudo, a modelagem em painel é mais adequada do que o uso de MQO. Em seguida, aplicou-se o teste de Hausman que compara o resultado dos modelos de efeitos fixos com os de efeitos aleatórios. O resultado do teste mostra que não houve rejeição da hipótese nula, ou seja, o modelo de efeitos aleatórios é o que deve ser utilizado. Os testes de heterocedasticidade e autocorrelação comprovaram a necessidade de correções pela estimação com erros-padrão robustos.

A hipótese principal do trabalho é de que existe efeito entre a internacionalização, representadas neste estudo pelo percentual de exportação e emissão de ADRs nível 2 e 3, sobre a qualidade da governança corporativa. Essa hipótese verificou-se apenas quando considerado o IGC_5 e IGC_1, uma vez que para o IGC_11 não apresentou significância estatística, conforme tabela 2.

No caso das exportações, o sinal positivo corrobora a literatura estudada, evidenciando que quanto maior o grau de exportações melhor tende a ser a qualidade da governança corporativa (SULLIVAN, 1994; MANSI; REEB, 2002; PEREIRA, 2013). Em suma, empresas com boa gestão tendem a reduzir os custos e conseqüentemente diminuir os preços de transferência, obter melhores condições de negociação, reduzir os riscos de atrasos de

entrega e problemas de qualidade, entre outras vantagens adjacentes.

Tabela 2 – Resultados das Regressões por Efeitos Aleatórios (Modelo 1)

	IGC_11	IGC_5	IGC_1
	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
	P> z 	P> z 	P> z
EXPORT	0,0007235 0,319	0,0014076** 0,028	0,0021666*** 0,006
ADR	-0,0086062 0,767	-0,0247935** 0,0281	-0,0441969** 0,023
TAM	0,0270547*** 0,004	0,0239778** 0,022	0,0256085* 0,053
CR	1,94e-09** 0,010	2,06e-10 0,772	2,84e-10 0,308
RISK	-8,20e-09 0,562	1,08e-09 0,936	1,63e-09 0,900
TANG	0,0025633 0,188	0,0044906*** 0,003	0,0089334*** 0,000
PAYOUT	-5,11e-06*** 0,000	4,34e-06*** 0,000	2,81e-06*** 0,000
Constante	0,0328301 0,818	0,0196112 0, 898	0,659176 0,735
R2	12,9	21,73	18,02
Hausman	0,2577	0,1900	0,5717
Breusch Pagan	0,0002	0,0000	0,0000
Heterocedasticidade	0,0000	0,0000	0,0000
Wooldridge	0,7154	0,3495	0,0000

Significância: * 10%; ** 5%; *** 1%

Fonte: Resultados da pesquisa

Para a questão das ADRs, o sinal negativo contraria os estudos predominantes acerca do tema, pois é esperado que a comercialização de títulos no mercado financeiro norte-americano se relacione diretamente com a qualidade da governança corporativa. Por outro lado, o resultado de relação inversa corrobora com o trabalho de Andrade e Galina (2013), o qual argumenta que empresas com fraca governança corporativa e baixo desempenho financeiro necessitam de obter recursos no exterior para compensar a ineficiência da gestão. A emissão de títulos no exterior, em especial ADRs nível 2 e 3, é um processo oneroso para as empresas, pois além do próprio custo da emissão, existem os custos de adequação da governança. Dessa forma, as empresas nacionais tendem a buscar recursos no exterior, via emissão de títulos, somente quando as possibilidades de recursos de financiamento interno estão esgotadas. A dificuldade de financiamento nacional pode decorrer, dentre outros motivos dos problemas internos de governança.

A separação entre as variáveis exportações e ADRs, neste estudo, contribui para evidenciar comportamentos antagônicos em relação à qualidade da governança corporativa, fato que não seria possível evidenciar, caso utilizasse indicadores conjuntos de internacionalização, tais como o DOI.

A variável de controle tamanho da firma (TAM) apresentou relação positiva e significativa com a qualidade da governança, esse fato comprova o argumento de Klapper e Love (2002), Pereira e Sheng (2013) de que empresas maiores tendem a manter melhores práticas de transparência já que estão mais susceptíveis à atenção dos analistas e agências de *rating*.

No que diz respeito ao crescimento da receita (CR), o sinal positivo e significativo

para o IGC_11 comprova a teoria de que empresas com expansão no volume de negócios tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos externos. (PEIXOTO, 2013).

A variável de controle risco de falência (RISK) não apresentou significância em nenhum dos modelos testados e o resultado positivo da relação da tangibilidade dos ativos (TANG) com IGC apresentou significância somente para os modelos IGC_5 e IGC_1 e evidenciou a teoria de que companhias com grande concentração de ativos intangíveis tendem a melhorar a qualidade de sua governança com o propósito de aumentar a confiabilidade e atrair investidores, conforme Pereira e Sheng (2013).

No caso da relação entre o pagamento de dividendos (PAYOUT) e a qualidade de governança corporativa o resultado mostrou-se significativo quando comparado aos três tipos de índice. No caso do IGC_11 o sinal da relação foi negativo e para os outros dois índices positivo. A restrição das variáveis nos IGC_5 e IGC_1 pode ter causado essa variação quando comparado à variável *payout*.

Após a análise do Modelo 1, cabe observar a relação da internacionalização frente às variações de qualidade da governança corporativa. Para isso, a exportação foi considerada a variável dependente e os IGCs como as variáveis independentes no modelo.

Novamente, testou-se as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, posteriormente com o modelo de efeitos fixos e aleatórios e os testes indicaram que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado, bem como a necessidade de estimativas com erros-padrão robustos. Os resultados são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – Resultados das Regressões por Efeitos Aleatórios (Modelo 2)

	EXPORT Coefficiente P> z 	EXPORT Coefficiente P> z 	EXPORT Coefficiente P> z
IGC_11	7,2125 0,005**		
IGC_5		8,8997 0,010*	
IGC_1			11,168 0,041
ADR	-0,9673 0,459	-0,8223 0,493	-0,4344 0,748
TAM	0,3518 0,844	0,7386 0,691	0,5297 0,778
CR	-4,40e-08 0,500	-3,10e-08 0,624	-2,87e-08 0,657
RISK	9,46e-07 0,239	8,58e-07 0,307	7,55e-07 0,368
TANG	0,1403 0,612	0,1306 0,655	0,0091 0,975
PAYOUT	1,73e-06 0,955	-0,0001 0,013	-0,000094 0,031
Constante	11,917 0,660	5,7119 0,840	7,7226 0,805
R2	3,81	8,07	11,9
Hausman	0,1264	-9,840	0,1368
Breusch Pagan	0,0000	0,0000	0,0000
Heterocedasticidade	0,0000	0,0000	0,0000
Wooldridge	0,3150	0,3580	0,3686

Significância: * 10%; ** 5%; *** 1%

Fonte: Resultado da pesquisa

Da mesma forma que o modelo 1, é apresentado um comportamento de relação positiva entre o percentual de exportação e as melhores práticas de governança. Esse resultado comprova a hipótese levantada, qual seja, a de que o nível de governança corporativa tem efeito sobre a internacionalização, para os modelos considerando o IGC_11 e o IGC_5, e corroboram os estudos de Pereira e Sheng (2013).

Os resultados evidenciam ainda que, considerando as variáveis de controle selecionadas neste estudo (tamanho, crescimento da receita, risco, tangibilidade do ativo e payout), nenhuma possui relação, com significância estatística, com o percentual de exportação. Isso implica afirmar que, no segundo modelo econométrico analisado, a qualidade da governança corporativa é a variável que melhor explica as variações da exportação.

5. CONCLUSÕES

Este estudo teve como principal objetivo analisar as relações entre internacionalização e qualidade da governança corporativa. As hipóteses iniciais foram ancoradas na teoria de que existe uma relação positiva entre as duas variáveis, ou seja, a internacionalização tem efeito positivo na qualidade da governança corporativa, bem como as boas práticas de governança favorecem a internacionalização.

O objeto de estudo corresponde a uma amostra de 245 empresas brasileiras de capital aberto não-financeiras, no período de 2005 a 2010. A qualidade da governança corporativa foi medida por índices construídos pelo método da Análise Fatorial (ACP) de onze componentes dos mecanismos de governança, assim como os trabalhos de Correia (2008) e Peixoto (2012).. Para medir a internacionalização foram consideradas as variáveis exportação e emissão de ADRs níveis 2 e 3. O tratamento dos dados ocorreu pelo modelo de regressão com dados em painel desbalanceado de efeitos aleatórios e com correção a heterocedasticidade e autocorrelação pelos erros-padrão robustos.

A primeira etapa do trabalho avaliou o efeito da internacionalização sobre o nível de governança. Os resultados evidenciaram que o percentual de exportações tem relação positiva com a qualidade da governança, assim como os trabalhos de Sullivan (1994), Mansi e Reeb (2002) e Pereira (2013). Para a variável ADR, a relação negativa contraria os estudos predominantes acerca do tema, pois é esperado que a comercialização de títulos no mercado financeiro norte-americano se relacione diretamente com a qualidade da governança corporativa. Por outro lado, o resultado da relação inversa entre IGC e ADR corrobora com o trabalho de Andrade e Galina (2013), o qual argumenta que empresas necessitam buscar financiamento no exterior para mitigar os efeitos de uma governança corporativa insuficiente, baixo desempenho financeiro e problemas de gestão. Dessa forma, buscar recursos em países estrangeiros é uma forma de compensar a ineficiência da gestão interna e uma necessidade para continuidade das operações.

As variáveis tamanho da firma e crescimento da receita apresentaram resultados positivos e significativos, fortalecendo o argumento de que empresas maiores tendem a manter as boas práticas de governança, pois estão mais susceptíveis à ação dos *stakeholders* externos e no caso do crescimento da receita comprova a teoria de que empresas com expansão no volume de negócios tendem a apresentar melhores níveis de governança como forma de atrair investimentos externos.

A segunda fase do estudo considerou a variável nível de exportação como dependente para analisar o efeito da governança corporativa sobre o nível de exportação. O sinal positivo do coeficiente corrobora a hipótese inicial e os estudos de Pereira e Sheng (2013) de que boas práticas de governança corporativa influenciam o percentual de exportações. .

Como contribuições, esse trabalho apresentou uma análise separada dos indicadores de internacionalização (percentual de exportação e ADRs), o que permitiu mensurar

comportamentos opostos dessas variáveis em relação à qualidade da governança. No que tange às ADRs, os resultados apontaram que sua comercialização tem relação negativa com a qualidade da governança corporativa, contrariando a predominância dos estudos sobre o tema e questionando a utilização de ADRs como mecanismo para compensar uma possível ineficiência de gestão. Dessa forma, os resultados dessa pesquisa apontam que empresas brasileiras com níveis de governança mais elevados apresentam possibilidades de incrementar suas receitas pelas exportações, em contrapartida, empresas com baixos índices de governança tendem a buscar financiamentos no exterior como forma de mitigar os problemas de gestão.

Sugerem-se como futuras pesquisas a inclusão de outros indicadores de internacionalização como percentual de ativos externos e percentual de funcionários estrangeiros e a utilização de outros modelos de regressão tais como o *three-stage least-squares* (3SLS).

BIBLIOGRAFIA

- AMARAL, H. F.; MOREIRA, B. C. M.; GRUBERGER, D. J.; IQUIAPAZA, R. A. *Qualidade da governança corporativa das empresas na BOVESPA e internacionalização: Evolução 2002 – 2005*. In: Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas, 2007, Porto Alegre: IFBAE.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L, SILVA, S. S. Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*. v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- ANDRADE, A. M. F.; GALINA, S. V. R. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. *Revista de Administração Contemporânea*. v. 17, n. 2, p. 239-262, 2013
- BABIC, V. Corporate governance problems in transition economies. *Winstom-Salem: Wake Forest University, Social Science Research Seminar*, 2003.
- BARCELLOS, E. P. *Internacionalização de Empresas Brasileiras: Um Estudo sobre a Relação entre o Grau de Internacionalização e Desempenho Financeiro*. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2010.
- BARRETO, A; ROCHA, A. *A expansão das fronteiras: brasileiros no exterior*. In ROCHA, A, (org) *As novas fronteiras: a multinacionalização das empresas brasileiras*. 1 Ed. Rio de Janeiro: Mauad, 2003.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P.H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*. v.57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- CLAESSENS, S.; LAEVEN, L. Financial Development, Property Rights, and Growth. *The Journal of Finance*. v. 58, n. 6, p. 2401-2436, 2003.
- CORREIA, L. F. *Um Índice de Governança para Empresas no Brasil*. 2008, 274 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração,

Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

DUNNING, J. H. The geographical sources of the competitiveness of firm: some results of a new survey. *Transnational corporations*. 5 (3): 1-29, 1996.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; DA SILVA, F. L.; CHAN, B. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FRIEDMAN, T. L. *O Mundo é plano: Uma breve história do século XXI*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2005.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, New York, 2003.

IQUIAPAZA, R.; LAMONIER, W.; AMARAL, H. Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock Exchange. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. v.1, n. 1, p. 1001-1014, 2008

JOHANSSON, J. K; YIP, G. S. Exploiting globalization potential: U.S. and Japanese strategies. *Strategic Management Journal*. v. 15, n. 1, p. 579-601, 1994.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper*. n. 2818, 2002.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHINY, R. W. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*. v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LAMEIRA, V. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*. v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*. V. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: An experiment in Brazil. *Working Paper*. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1095781>> Acesso em 21 nov. 2013.

MANSI, S. A.; REEB, D. M. Corporate diversification: What gets discounted? *The Journal of Finance*. v. 57, n. 5, p. 2167-2183, 2002.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. v. 20, n.1-2, p. 293-315, 1988.

NAKAYASU, G. N. *O impacto do anúncio da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil*. São Paulo, 2006. 134 f. Dissertação de Mestrado do Programa de Pós-Graduação, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

NICKELS, W. G.; WOOD, M. B. *Marketing: relacionamentos, qualidade, valor*. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

OHMAE, K. Managing in a Borderless World. *Harvard Business Review*, 67 (3): 152-161. 1995.

OESTERLE, M. J.; RICHTA, H. N.; FISCH, J. H. The influence of ownership structure on internationalization. *International Business Review*. v. 22, p. 187-201, 2013.

PEIXOTO, F. M. *Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise*. 2008, 216 f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2012.

PEROBELLI, F. F. C.; LOPES, B. S.; SILVEIRA, A. M. Planos de Opções de Compra de Ações e o valor das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*. v. 10, n. 1, p. 105-147, 2012.

PEREIRA, V.S. *Ensaio Sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-Americanas*. 2013, 138 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

PEREIRA, V.S. SHENG. H. H. *Os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Propriedade*. In: XIII Encontro Brasileiro de Finanças, 2013, Rio de Janeiro: SBFIN.

RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998

ROGERS, P. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. 2006. 147f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. *Saint Paul Institute of Finance*. 2005.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W.A. Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization 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 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, New York and Geneva, 2013.