

Relação entre Governança Corporativa e Desempenho Empresarial

ELIAS PEREIRA LOPES JÚNIOR

Fundação Getúlio Vargas
eliasjunior08@gmail.com

Estratégia em Organizações - 5. Governança Corporativa

RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL

RESUMO

Este artigo tem como objetivo investigar o desempenho empresarial a partir de indicadores referentes à Governança Corporativa. As pesquisas sobre Governança Corporativa têm se intensificado desde 1990 quando a pressão pela adoção de boas práticas de governança tornou-se mais forte após grandes escândalos envolvendo principalmente empresas dos Estados Unidos. Grandes corporações quebraram em decorrência de fraudes perpetradas por seus dirigentes, algumas vezes com a conivência de auditores independentes. Quanto à metodologia, o estudo avaliou dados de 5.136 empresas, referentes ao período de 2002 a 2011, dados esses obtidos a partir de bases secundárias (Compustat, *International Country Risk Guide* e *Worldwide Governance Indicators*). As variáveis independentes foram *Investment Profile*, *Corruption*, *Bureaucracy Quality*, *Control of Corruption*, *Government Effectiveness*, *Regulatory Quality*, *Rule of Law* e *Voice and Accountability*. A variável dependente Desempenho foi determinada e obtida através da confrontação do *EBTIDA* com a *Total Revenue*. Para análise dos dados, foi utilizada a técnica Análise Discriminante. Os indicadores da base de dados *International Country Risk Guide* apresentaram um melhor resultado em relação aos da base de dados *Worldwide Governance Indicators*. No caso da primeira base, uma boa governança tem um impacto positivo no Desempenho Empresarial, enquanto que na segunda base ocorreu justamente o oposto.

Palavras-Chave: Desempenho Empresarial; Governança Corporativa; Conflito Principal-Principal.

ABSTRACT

This article aims to investigate business performance from indicators related to Corporate Governance. Research on Corporate Governance have been intensified since 1990 when the pressure for adopting good governance practices has become stronger after major scandals involving US companies mainly. Large corporations have broken due to frauds perpetrated by their leaders, sometimes with the connivance of independent auditors. As methodology, the study evaluated data from 5.136 companies, for the period 2002-2011, these data were obtained from secondary databases (Compustat, *International Country Risk Guide* and *Worldwide Governance Indicators*). The independent variables were *Investment Profile*, *Corruption*, *Bureaucracy Quality*, *Control of Corruption*, *Government Effectiveness*, *Regulatory Quality*, *Rule of Law* and *Voice and Accountability*. The dependent variable was Performance, determined and achieved through confrontation of EBITDA to Total Revenue. For data analysis, we used the technique of Discriminant Analysis. The indicators of the *International Country Risk Guide* database show better results in relation to indicators of the *Worldwide Governance* database. In the case of first database, good governance has a positive impact on business performance, while at second just the opposite occurred.

Keywords: Business Performance; Corporate Governance; Principal-Principal Conflict.

RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL

INTRODUÇÃO

O ambiente organizacional sofre alterações constantemente, já que ocorrem mudanças significativas de ordem política, social e econômica. Para sobreviver nesse ambiente, as empresas necessitam se adaptar. Contudo, algumas delas não estão preparadas para lidar com esse ritmo de mudança, surgindo inúmeras dificuldades gerenciais.

As pesquisas sobre Governança Corporativa têm se intensificado desde 1990 e são voltadas em sua maioria para o setor privado. Os principais tópicos abordados são as possíveis relações entre variáveis de Governança Corporativa, resultados econômico e financeiro, endividamento e concentração da propriedade.

A pressão pela adoção de boas práticas de governança, se tornou mais forte após grandes escândalos envolvendo principalmente empresas dos Estados Unidos. Grandes corporações como WorldCom, Enron, Xerox, Qwest e Tyco quebraram em decorrência de fraudes perpetradas por seus dirigentes, algumas vezes com a conivência de auditores independentes (MENDES, 2010).

A prática de boa Governança Corporativa nas organizações surge como um mecanismo capaz de promover maior transparência aos agentes envolvidos com a empresa, minimizando a assimetria de informação existente entre gestores e proprietários. Portanto, uma maior transparência também pode reduzir o custo de capital, já que as informações fornecidas pela companhia terão maior confiabilidade e os acionistas podem ser motivados a investir, mesmo obtendo uma menor rentabilidade, por terem a convicção que o grupo gestor não tem o hábito de manipular as informações em proveito próprio.

Além disso, o fato dos gestores utilizarem as empresas para obterem ganhos privados também pode interferir no desempenho da companhia. O desempenho empresarial revela a situação econômica das empresas, que buscam, através de seus gestores, alcançar um desempenho compatível com as expectativas de seus *stakeholders*. Contudo, quando existe assimetria de informações as ações tomadas pelos gestores nem sempre vão ao encontro das expectativas dos *stakeholders*.

O objetivo desta pesquisa foi identificar quais são as variáveis determinantes do desempenho empresarial, a partir de indicadores referentes à Governança Corporativa. A teoria do conflito entre Principal-Principal foi utilizada como suporte para análise dessa relação.

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Shleifer e Vishny (1997) definem Governança Corporativa referindo-se à maneira pela qual os investidores asseguram-se de um retorno sobre seus investimentos. A Governança Corporativa também pode ser descrita como princípios que norteiam o processo decisório nas organizações, objetivando principalmente evitar os problemas de agência, que surgem quando as decisões de uma parte (chamada agente) podem interferir no interesse de outra (chamada de principal).

As decisões tomadas pelo agente deveriam beneficiar o principal, porém, na prática ocorrem muitas situações na qual surge o conflito de interesses entre os agentes e os acionistas, o que pode gerar ocasiões em que o agente se porte de maneira oportunista (referida na literatura como *moral hazard* ou oportunismo). Neste sentido, os mecanismos de controle da Governança Corporativa tentam minimizar o oportunismo (FAMA, 1980), garantindo o alinhamento do interesse dos acionistas às práticas gerenciais adotadas pela empresa.

O *moral hazard* pode surgir quando as decisões dos agentes afetam a distribuição do resultado da companhia. Essa situação é comum no mercado de seguros, na contratação de trabalho e na delegação de responsabilidade para a tomada de decisões. A principal fonte desse perigo moral ou problema de incentivo é uma assimetria de informações entre os indivíduos, fruto da impossibilidade de observar as ações individuais. Um remédio natural para solucionar esse problema é investir recursos para monitorar as ações dos empregados e de adquirir informações para serem usadas no processo de contratação de mão de obra (HÖLMSTROM, 1979).

Conforme a OECD (2004, p. 11), a Governança Corporativa envolve um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas e também fornece a estrutura em que os objetivos da empresa são definidos, assim como os mecanismos para acompanhá-los e alcançá-los. Uma boa Governança Corporativa deve fornecer incentivos adequados para que a diretoria e a administração alcancem os objetivos de interesse da empresa e de seus acionistas. A presença de um sistema de Governança Corporativa eficaz, dentro de uma empresa e em uma economia como um todo, ajuda a fornecer um grau de confiança que é necessário para o bom funcionamento de uma economia de mercado.

Com uma boa estrutura de Governança Corporativa, o custo do capital é menor e as empresas são incentivadas a utilizar os recursos de forma mais eficiente, sustentando assim o crescimento. Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014), Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Diversos indicadores têm sido utilizados para medir a Governança Corporativa (BOUBAKRI; MANSI; SAFFAR, 2013; DURNEV; ERRUNZA; MOLCHANOV, 2009; KAUFMANN; KRAAY; MASTRUZZI, 2007; KAUFMANN; KRAAY, 2008; PAGANO; VOLPIN, 2005). O estudo de Boubakri, Mansi e Saffar (2013) utilizou as bases *Compustat Global*, *Compustat North America* e *International Country Risk Guide* e mostrou que as instituições políticas estão associados positivamente com os riscos corporativos, e que essa relação é mais forte quando a extração do governo é maior. Empresas politicamente conectadas assumem mais riscos, o que sugere que laços estreitos com a liderança do governo leva a opções de investimento menos conservadoras.

Durnev, Errunza e Molchanov (2009) também utilizaram as bases *Compustat Global* e *International Country Risk Guide* e concluíram que em países com direitos de propriedade inseguros, uma maior transparência pode aumentar o risco de expropriação do governo. Em países com fraca proteção dos direitos de propriedade, as indústrias que poderiam se beneficiar com a transparência apresentaram uma pior eficiência em relação aos investimentos e crescem mais lentamente do que as indústrias que operaram em ambientes com níveis mínimos de transparência. Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2007) analisaram a base de dados *Worldwide Governance Indicators* e concluíram que, mesmo levando em conta as margens de erros, os dados dessa base permitem comparações entre países e ao longo do tempo, sendo considerada uma excelente medida de Governança Corporativa.

A vertente mais aceita indica que a Governança Corporativa surgiu para superar o "conflito de agência" clássico. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (administrador) o poder de decisão sobre a empresa (nos termos da lei), situação em que podem surgir divergências no entendimento de cada um dos grupos daquilo que consideram ser o melhor para a empresa e que as práticas de Governança Corporativa buscam

superar. Este tipo de conflito é mais comum em sociedades como os Estados Unidos e Inglaterra, onde a propriedade das companhias é mais pulverizada (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2014). Neste sentido, o clássico texto de Berle e Means (1932) mostrou que as empresas americanas encontravam-se em um sistema de propriedade disperso, provocando muitas situações de oportunismo gerencial decorrentes de conflitos entre gestores e acionistas, o que deu início a uma tentativa de melhorar as práticas de governança.

Conflitos de agência

A partir da pesquisa de Berle e Means (1932), que abordou a relação entre a separação da propriedade e a gestão em grandes empresas norte-americanas, vários estudos se propuseram a analisar o conflito de interesses que existe entre os gestores e os acionistas das companhias, dando origem à teoria da agência. Esse tema é de muita relevância principalmente por gerar consequências para o desempenho empresarial, quando o proprietário (principal) visa monitorar as atividades do gestor (agente) na tentativa de evitar que este utilize seu acesso a informações privilegiadas em benefício próprio.

Uma das principais soluções para os problemas de agência é a lei, na qual leis corporativas dão aos investidores externos, incluindo acionistas, certos poderes para proteger seus investimentos contra a expropriação por gestores (LA PORTA *et al.* 2000, p. 3). Esses poderes, no caso dos acionistas, podem ser o direito de receber os mesmos dividendos por ação, direito de votar quando assuntos corporativos importantes estão em pauta, incluindo a eleição de diretores, ou direito de processar a empresa por danos.

A existência desta proteção provavelmente explica por que se tornar um acionista minoritário é uma estratégia de investimento viável, ao contrário de ser apenas uma doação pura e simples de dinheiro a estranhos que estão sob pouca ou nenhuma obrigação de devolvê-lo. Contudo, a proteção jurídica dos investidores externos, que consiste no conteúdo e na qualidade das leis, pode variar significativamente entre países.

A estrutura de propriedade das firmas também pode determinar o grau de expropriação nas firmas, pois quando o controle da empresa está dissipado entre vários investidores e nenhum tem poder para, isoladamente, controlar as decisões da firma, a proteção aos investidores é maior, reduzindo o risco de expropriação. O estudo de La Porta *et al.* (2000) mostrou que os países com fraca proteção ao investidor geralmente exibem um controle mais concentrado da propriedade do que os países com uma boa proteção aos investidores. No primeiro caso, até mesmo as maiores empresas geralmente possuem uma propriedade mais concentrada, quer seja Estado ou por famílias que fundaram ou adquiriram essas empresas.

Conflitos entre Principal-Principal

O conflito entre Principal-Principal (PP) ocorre entre duas categorias de principal: acionistas controladores e acionistas minoritários (FIGURA 1), diferentemente do conflito entre Principal e Agente (PA), que ocorre entre acionistas e gestores. O conflito de interesses entre acionistas tem sido tratado na literatura como conflito PP, que é definido como uma incongruência entre os objetivos dos acionistas de uma firma, particularmente, entre o controlador e os acionistas minoritários e as principais causas deste conflito tem sido a concentração da propriedade e um ambiente com instituições fracas (PENG; WANG; JIANG, 2008; LI; QIAN, 2013).

A Figura 1 descreve as diferenças entre os conflitos entre PA tradicionais e conflitos entre PP e muitas delas são oriundas de diferenças no contexto institucional como, por exemplo, em economias desenvolvidas a proteção institucional dos acionistas minoritários define um limite superior sobre o potencial de expropriação dos acionistas majoritários, mas tal proteção é geralmente carente em economias emergentes.

Outro ponto abordado é quanto ao *board*, que é o mecanismo interno de governança primário em economias desenvolvidas e necessita de um forte e complexo apoio institucional para que opere adequadamente, contudo em economias emergentes este suporte é fraco, o que torna o *board* menos eficaz no seu papel de monitoramento e controle (YOUNG ET AL., 2008).

TÓPICO	Conflitos entre PA (variedade anglo-americana da teoria da agência)	Conflitos entre PP (ocorrem em economias emergentes)
Incongruência dos objetivos	Entre fragmentados e dispersos acionistas e gestores	Entre acionistas controladores e acionistas minoritários
Manifestações	Estratégias que beneficiem os gestores arraigados em detrimento dos acionistas em geral	Estratégias que beneficiam controladores em detrimento dos acionistas minoritários
Proteção institucional aos acionistas minoritários	Restrições formais definem um limite sobre o potencial de expropriação dos acionistas majoritários. Normas informais geralmente aderem à maximização da riqueza dos acionistas	Proteção institucional formal é muitas vezes inexistente, corrupta ou não cumprida. Normas informais geralmente favorecem os interesses dos acionistas controladores
Mercado para o controle corporativo	Ativo como um mecanismo de governança "de último recurso"	Inativo mesmo em princípio. Propriedade concentrada frustra noções de aquisição
Padrão de propriedade	Dispersa: mantendo entre 5-20% de capital próprio é considerado "propriedade concentrada". Um acionista com 5% de participação no capital é considerado como um grande acionista (<i>blockholder</i>)	Concentrada: muitas vezes mais de 50% do capital é detido pela controladora
<i>Board</i>	Instituições jurídicas e sociais legítimas com dever fiduciário de proteger os interesses dos acionistas	Nas economias emergentes os <i>boards</i> muitas vezes ainda têm de estabelecer a legitimidade institucional e são ineficazes
Topo do gerenciamento	Gestores profissionais que muitas vezes são de carreira ou são contratados de fora depois de extensa pesquisa e análise das qualificações. São monitorados internamente por conselhos de administração e externamente pelo mercado de trabalho gerencial	Normalmente são os membros da família ou colegas. São monitorados principalmente pela própria família ou por auto-regulação aderindo a "acordos de cavalheiros"

Figura 1 – Conflito Principal-Agente *versus* Principal-Principal
 Fonte: Young *et al.* (2008)

As condições institucionais nas economias emergentes podem criar situações em que aumentem os custos de monitoramento e cumprimento de contratos. A concentração de propriedade, na qual os acionistas controladores são frequentemente associados com famílias e/ou grupo empresarial, é a alternativa mais viável de governança corporativa nesse ambiente, na qual os acionistas controladores têm a motivação e os meios para explorar as suas posições. Contudo, diante da concentração da propriedade, pode-se gerar um conflito entre PP, tendo em vista que podem ocorrer conflitos entre os objetivos do acionista controlador e dos acionistas minoritários. A Figura 2 ilustra os antecedentes e os resultados do modelo de conflito entre PP da governança corporativa.

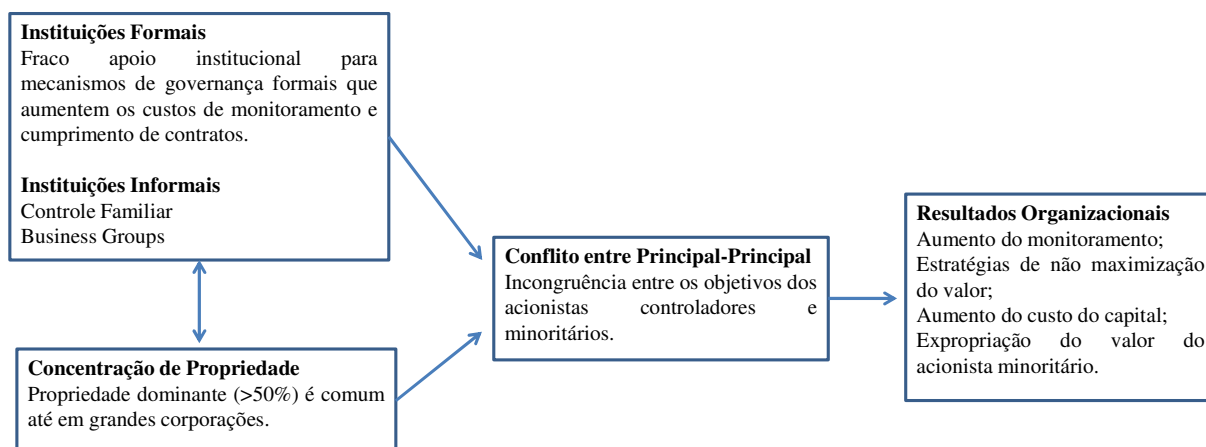


Figura 2 – Antecedentes e resultados do conflito entre PP

Fonte: Young *et al.* (2008)

DESEMPENHO

É preocupação recorrente de administradores de diversos tipos de organizações acompanhar o desempenho das empresas que dirigem. O desempenho organizacional é um tema estratégico que vem sendo abordado há muito tempo por autores consagrados (CHANDLER, 1962; ANSOFF, 1965; CHILD, 1972; THORELLI, 1977; PORTER, 1980).

Atingir o nível de desempenho desejado em uma organização constitui uma atividade difícil, porém essencial. Kaplan e Norton (1997, p. 21) tratam da importância e da constante dificuldade da mensuração e avaliação do desempenho organizacional, dizendo que “medir é importante: o que não é medido não é gerenciado”.

Saltério e Webb (2003, p. 41) vão mais além, ao colocar que a crença de que “o que é medido é gerenciado”, deve ser substituída por “o que é medido e usado nas avaliações é gerenciado”. Como consequência, a gerência de uma organização não se torna capaz de levantar, avaliar, comparar ou corrigir o desempenho organizacional sem utilizar relatórios que contenham informações adequadas e significativas sobre esse desempenho.

Assim, a medição de desempenho, além da possibilidade de comparação, mencionada acima, ainda pode indicar as atividades que agregam valor ao produto/serviço oferecido pela organização e, beneficiando-se também da comparação, reavaliar seus objetivos de curto, médio e longo prazos com intuito de facilitar a obtenção dos objetivos propostos.

A empresa que não adota uma forma adequada de mensuração e avaliação de desempenho encontra dificuldades em comunicar suas expectativas com relação ao desempenho aos subordinados. Também não consegue saber o que realmente está se passando dentro da organização, não identifica falhas, com isso não pode fornecer *feedbacks* adequados e nem será possível identificar o desempenho a ser recompensado.

Existem muitas razões para o emprego de uma avaliação do desempenho organizacional voltada para um enfoque multidimensional. Dentre elas pode-se considerar a dificuldade de obtenção de lucro, devido à forte concorrência, a necessidade de prestar informações com mais clareza e periodicidade para os analistas e investidores, o aumento da importância dada aos clientes e a necessidade de acompanhamento de avanços tecnológicos.

Algumas abordagens oferecem uma visão mais integradora e complexa acerca do desempenho organizacional. Neste sentido, dois *approaches* podem ser destacados. O primeiro é a abordagem dos *stakeholders*, na qual avalia o desempenho sob vários aspectos, tais como clientes, fornecedores, concorrentes e outros *stakeholders* internos. O segundo é a abordagem do valor competitivo, em que se concentra em questões como a flexibilidade da estrutura organizacional ou na relação entre foco interno e externo.

A medição do desempenho é um tema de grande interesse, tanto para as empresas, profissionais e acadêmicos. Em termos práticos, diversos autores procuram relacionar as mais variadas áreas e categorias com a performance empresarial, como, por exemplo, a influência do gênero no desempenho (DEZSÓ; ROSS, 2012), das finanças (McMAHON, 2001), da Governança Corporativa (WALLS; BERRONE; PHAN, 2012), da inovação (BHASKARAN, 2006), da estrutura organizacional (CSASZAR, 2012), do planejamento (ARAGÓN-SÁNCHEZ; SÁNCHEZ-MARÍN, 2005), da performance social (BARNETT; SALOMON, 2012) da internacionalização (CHAN; MAKINO; ISOBE, 2010).

Os indicadores de desempenho são utilizados pelas organizações para levantar seu desempenho e, em uma classificação mais ampla, podem ser financeiros ou não-financeiros, ou ainda oriundos de ativos tangíveis ou intangíveis. Os primeiros são mais facilmente reconhecidos e com melhor extração dos dados, enquanto os intangíveis têm um controle mais complexo. Ativos tangíveis são mais facilmente medidos e gerenciados, especialmente quando se referem a indicadores financeiros.

Conforme Dempsey *et al.* (1997) a facilidade de acesso a indicadores não financeiros é limitada, razão pela qual estes indicadores são utilizados em menor frequência comparando-se com indicadores financeiros. Prova disso é que medir a satisfação do consumidor, por exemplo, requer certo esforço e nem sempre se chega a um resultado confiável. Por outro lado, os indicadores financeiros têm ampla facilidade de acesso, principalmente devido às regras de divulgação em vigor. Todavia estes indicadores, como por exemplo, “Lucro líquido”, apesar de estarem disponíveis, devem ser avaliados se realmente são úteis para o PMS, pois não podem ser utilizados apenas por conveniência e acessibilidade.

Jusoh, Ibrahim e Zainuddin (2008) também fizeram um estudo envolvendo indicadores de desempenho e perceberam que as medidas não-financeiras estão ganhando espaço, principalmente com relação às medidas relativas a clientes. Outra conclusão encontrada pelos autores é que o uso de apenas medidas financeiras não é suficiente para medir de maneira satisfatória o desempenho gerencial das empresas. Pace, Basso e Silva (2003) observaram que a disponibilidade das informações exerce papel fundamental nas decisões dos gerentes, pois muitas vezes estes adotam aqueles indicadores mais acessíveis, porém ao tomarem essa decisão podem abandonar medidas com alta capacidade de prever valor. De acordo com os referidos autores, outro fator que impede o acesso a estes indicadores é seu elevado custo de obtenção e a busca de uma análise de curto prazo decorrente da volatilidade do país.

Quanto à avaliação econômico-financeiro, não existe um consenso na literatura sobre qual seria o melhor indicador para representar a eficácia organizacional. Neste sentido, Hoji (2004) descreve duas medidas para a análise do desempenho financeiro: o *Economic Value Added (EVA)*, que indica se a empresa está criando valor, e o *Market Value Added (MVA)*, que analisa a maximização da riqueza dos acionistas. Além desses, Hoji (2004) também sugere a utilização do *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)*, que é um indicador que tem a função de verificar a geração de caixa por parte dos ativos.

O *EBITDA* é considerado pelos analistas financeiros o melhor indicador de geração de caixa operacional, pois considera em seu cálculo somente os resultados operacionais que afetam o caixa, desconsiderando as despesas e as receitas operacionais como a depreciação, amortização e exaustão, o resultado de equivalência patrimonial, as despesas e as receitas financeiras, outras receitas e despesas operacionais não rotineiras e, também, os impostos sobre o lucro (HOJI, 2004, p.318).

METODOLOGIA

Este estudo se enquadra na concepção filosófica pós-positivista, pois, conforme Creswell (2010), este tipo de pesquisa é baseado em uma filosofia determinística, na qual as causas provavelmente determinam os efeitos ou resultados e seus problemas refletem a necessidade de identificar e avaliar as causas que influenciam os resultados. A pesquisa é de caráter quantitativo, comumente utilizado em estudos descritivos, buscando descobrir e classificar a relação de causalidade entre as variáveis estudadas. Para Creswell (2010) a pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis.

Quanto aos objetivos, a metodologia a ser empregada neste estudo possui um caráter exploratório-descritivo. O estudo exploratório serve de base para a formulação das hipóteses, isolando variáveis e relações-chave para análises descritivas (MARCONI; LAKATOS, 2009). Já a fase descritiva conta com o levantamento dos dados e análises estatísticas.

A coleta de dados para a realização de pesquisas muitas vezes gera dificuldades. Hoskisson *et al.* (2000) elencaram alguns desses fatores, dentre os quais destacam-se: a não padronização dos relatórios financeiros, o que dificulta a comparação entre países; a inflação e variação na taxa de câmbio, caso o país tenha passado por período de alta volatilidade nestes parâmetros; a coleta de dados via *e-mail*, devido a baixa taxa de resposta e da incerteza quanto a confiabilidade das respostas; a heterogeneidade das economias nacionais, mesmo havendo proximidade geográfica; e, de uma perspectiva institucional, existe a dificuldade em construir um conjunto consistente de medidas.

Inicialmente foram extraídos dados de, em média, 1.360 empresas na base de dados *Compustat*, no período de 2002 a 2011. Após uma primeira análise exploratória quanto a qualidade dos dados extraídos, realizou-se a exclusão dos dados faltantes (*missing values*), devido ao limite de 5% (HAIR *et al.* 2005), já que em virtude da sua pequena percentagem eles têm um baixo impacto nos resultados, e a exclusão de aproximadamente 20% dos *outliers*, 10% em cada calda. Para os modelos anuais, foram utilizados dados de, em média, 514 empresas oriundas de 16 países e para o modelo geral foram utilizados dados de 5.136 empresas de 21 países situados na África, América do Norte, Ásia, Europa e Oceania.

Já os indicadores referentes à Governança Corporativa foram coletados a partir da base de dados *Worldwide Governance Indicators (WGI)*. O *WGI* é composto por seis indicadores de grandes dimensões, cobrindo mais de 200 países desde 1996: *Voice and Accountability* (Voz e Responsabilização), *Political Stability and Absence of Violence* (Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo), *Government Effectiveness* (Efetividade do Governo), *Regulatory Quality* (Qualidade Regulatória), *Rule of Law* (Estado de Direito) e *Control of Corruption* (Controle da Corrupção) (FIGURA 3).

Esses indicadores são baseados em centenas de variáveis obtidas a partir de 31 diferentes fontes de dados, capturando percepções de governança conforme informado por entrevistados, organizações não-governamentais, fornecedores de informações comerciais, empresas e organizações do setor público em todo o mundo. Os valores desses indicadores variam de -2,5 a 2,5. No caso da medida *Control of Corruption*, por exemplo, quanto menor o valor, maior o uso do poder público para ganhos privados. Por outro lado, para valores mais altos, menor a corrupção. No caso do indicador *Rule of Law*, um indicador que se aproxime de 2,5 implica em melhor senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade. Quanto ao indicador *Regulatory Quality*, valores menores indicam favorecimento de setores privados. Com relação à eficiência governamental, quanto menor o índice, mais pobre é a qualidade dos serviços e da credibilidade do governo. Finalmente, quando o indicador *Voice and Accountability* aumenta, indica maior participação da sociedade na escolha dos seus governantes, bem como maior nível de associativismo e liberdade de expressão.

Outra base de dados que possui indicadores de Governança Corporativa é a *International Country Risk Guide*, na qual possui doze indicadores, mas, para esta pesquisa, foram utilizados somente três: *Investment Profile* (Perfil de Investimento), *Corruption* (Corrupção) e *Bureaucracy Quality* (Qualidade Burocrática). A variável *Investment Profile* é descrita como a avaliação de risco de um investimento devido à viabilidade de expropriação e repartição indevida de lucros. O índice varia de zero (risco elevado expropriação) a 12 (baixo risco de expropriação). Este indicador tem sido utilizado em outros estudos que abordam a questão da proteção ao acionista minoritário (BOUBAKRI; MANSI; SAFFAR, 2013; DURNEV; ERRUNZA; MOLCHANOV, 2009).

VARIÁVEL DEPENDENTE		
Variável	Fórmula/Descrição	Base de Dados
Desempenho Empresarial	$\text{Desempenho} = \frac{EBITDA}{TOTAL\ REVENUE}$	Compustat
VARIÁVEIS INDEPENDENTES		
Variável	Descrição	Base de Dados
Investment Profile	Esta é uma avaliação de fatores que afetam o risco de investimento, que não são abrangidas por outras componentes de risco políticos, econômicos e financeiros. A classificação de risco atribuída é a soma dos três subcomponentes (Expropriação; Repartição dos Lucros; Prazos de Pagamento).	<i>International Country Risk Guide</i>
Corruption	Esta é uma avaliação da corrupção dentro do sistema político. Tal corrupção é uma ameaça para o investimento estrangeiro por várias razões: ela distorce a conjuntura econômica e financeira; reduz a eficiência do governo e de negócios, permitindo que as pessoas assumam posições de poder através de patrocínio em vez de capacidade; e introduz uma instabilidade inerente ao processo político.	
Bureaucracy Quality	Valores mais elevados são dados a países onde a burocracia tem a força e a experiência para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo. Nestes países de baixo risco, a burocracia tende a ser relativamente autônoma de pressão política.	
Control of Corruption	Percepções sobre a extensão em que o poder público é exercido para ganhos privados, incluindo as formas corrupção, bem como "captura" do Estado por elites e interesses privados.	<i>Worldwide Governance Indicators (WGI)</i>
Government Effectiveness	Percepções da qualidade dos serviços públicos, a qualidade do serviço civil e do grau de sua independência das pressões políticas, da qualidade da formulação e implementação de políticas, bem como a credibilidade do compromisso do governo para tais políticas.	
Regulatory Quality	Percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas e regulamentações que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado.	
Rule of Law	Percepções de até que ponto os agentes têm confiança e respeito às regras da sociedade, em particular a qualidade da execução dos contratos, direitos de propriedade, polícia e tribunais, bem como o risco de crimes e violência.	
Voice and Accountability	Percepções de até que ponto os cidadãos de um país são capazes de participar na seleção de seu governo, bem como a liberdade de expressão, liberdade de associação e de uma mídia livre.	

Figura 3 – Variáveis do estudo

Fonte: Autores

A variável *Corruption*, por sua vez, é uma avaliação da corrupção dentro do sistema político. Tal corrupção distorce a conjuntura econômica e financeira dos países e reduz a eficiência do governo, permitindo que as pessoas assumam posições de poder através de patrocínio em vez de capacidade. O indicador varia de zero (ambientes mais corruptos) a 6 (ambientes menos corruptos). A *Bureaucracy Quality* tende a minimizar as revisões na política, quando os governos mudam. Este indicador varia de zero a quatro: os pontos altos são dados a países onde a burocracia tem a força e a experiência para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo. Países que não possuem o efeito de amortecimento de uma burocracia forte recebem pontos baixos porque uma mudança de governo tende a ser traumática em termos de formulação de políticas e no próprio dia-a-dia das funções administrativas.

A variável dependente utilizada nesse estudo foi o Desempenho Empresarial, medida através da divisão do *EBITDA* sobre a *Total Revenue* (Receita Total) e, em seguida, separou-se as empresas entre empresas com bom desempenho e empresas com mau desempenho. As empresas com bom desempenho foram aquelas que apresentaram valores iguais ou acima da média da variável Desempenho Empresarial e as empresas que apresentaram mau desempenho foram aquelas que ficaram abaixo desta média. O *EBITDA* fornece uma medida operacional, excluindo-se da sua concepção informações financeiras, tributárias e econômicas. O uso do *EBITDA* justifica-se pela possibilidade de compará-lo dentro de uma mesma indústria ou dentro de indústrias diferentes. Para analisar os dados, foi empregada a técnica estatística de Análise Discriminante com auxílio do *software SPSS*. A técnica utilizada foi empregada para testar a relação entre as variáveis estudadas. A utilização desta técnica estatística justifica-se em razão do objetivo da pesquisa e do modelo teórico proposto.

O objetivo da Análise Discriminante é estipular uma variável discriminante oriunda da combinação linear de duas ou mais variáveis independentes. A Análise Discriminante busca estabelecer relações entre uma variável dependente, que é não métrica, e variáveis independentes, que são métricas. Os pesos da variável discriminante em função das variáveis independentes são gerados de forma a maximizar as diferenças entre os grupos. Neste sentido, gerou-se uma regra de classificação para dividir as empresas em dois grupos: empresas com bom desempenho (1) e empresas com mau desempenho (0). A equação geral da função é (HAIR *et al.*, 2005):

$$Z_{jk} = a + W_1 \cdot X_1 + W_2 \cdot X_2 + \dots + W_n \cdot X_{nk} \quad [\text{Equação 1}]$$

Em que: Z_{jk} corresponde ao escore Z discriminante da função j e objeto k (variável dependente); a é o intercepto; W_i são os pesos discriminantes para as variáveis explicativas; e X_{ik} são as variáveis explicativas i para o objeto k. Utilizou-se um nível de significância de 5% para determinar se os resultados foram estatisticamente significantes.

Conforme Corrar, Paulo e Dias Filho (2009, p. 2) “Análise Multivariada refere-se a um conjunto de métodos estatísticos que torna possível a análise simultânea de medidas múltiplas para cada indivíduo, objeto ou fenômeno observado”. Conforme Hair *et al.* (2005, p. 26), Análise Multivariada refere-se “a todos os métodos estatísticos que, simultaneamente, analisam múltiplas medidas sobre cada indivíduo ou objeto sob investigação”.

RESULTADOS

Segundo a análise ANOVA, todas as variáveis foram consideradas boas separadoras de grupos. Neste caso, todas foram significativas até 5%. A multicolinearidade também foi analisada por meio da matriz de correlação e não foi necessária a adoção de medidas. As

Tabelas 1 e 2 mostram a análise descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo. Percebe-se que os indicadores da base de dados *International Country Risk Guide (Investment Profile, Corruption e Bureaucracy Quality)* apresentaram média e amplitude bastante elevadas, chegando, no caso dos indicadores *investment Profile e Bureaucracy Quality* a valores próximos ao máximo das suas respectivas escalas. Os indicadores da base de dados *Worldwide Governance Indicators (Control of Corruption, Government Effectiveness, Regulatory Quality, Rule of Law e Voice and Accountability)* também apresentaram uma amplitude elevada, contudo, as suas médias, apesar de elevadas, não ficaram próximas ao máximo da escala. Pode-se afirmar, em virtude das altas médias dos indicadores das duas bases de dados, que a maioria das empresas da amostra estão situadas em um ambiente com boa Governança Corporativa.

Tabela 1 – Média e Desvio- Padrão das amostras

Ano	Desempenho Empresarial		Investment Profile		Corruption		Bureaucracy Quality		Control of Corruption		Government Effectiveness		Regulatory Quality		Rule of Law		Voice and Accountability	
	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.	Méd.	Desv.
2002	0,10	0,08	11,35	1,08	3,63	0,91	3,68	0,64	1,24	0,77	1,30	0,56	0,95	0,59	1,21	0,55	1,05	0,41
2003	0,13	0,10	10,80	1,61	3,40	1,29	3,56	0,61	1,12	1,00	1,19	0,79	0,96	0,79	1,10	0,71	0,99	0,44
2004	0,16	0,15	11,16	1,15	3,61	1,03	3,62	0,57	1,19	0,95	1,31	0,82	1,04	0,81	1,16	0,70	1,14	0,52
2005	0,10	0,11	11,28	1,09	3,72	0,87	3,63	0,53	1,17	0,85	1,27	0,70	1,08	0,67	1,18	0,59	1,12	0,45
2006	0,10	0,14	11,72	0,79	4,20	0,78	3,77	0,60	1,63	0,64	1,55	0,55	1,49	0,50	1,52	0,56	1,22	0,47
2007	0,10	0,13	10,89	1,61	3,84	1,06	3,67	0,52	1,22	1,09	1,30	0,80	1,06	0,86	1,22	0,76	1,01	0,56
2008	0,09	0,16	11,55	0,85	4,24	0,87	3,89	0,38	1,65	0,69	1,56	0,53	1,43	0,55	1,54	0,50	1,17	0,50
2009	0,15	0,16	10,88	1,06	3,83	0,90	3,74	0,50	1,35	0,77	1,36	0,57	1,21	0,59	1,35	0,58	1,11	0,40
2010	0,15	0,16	10,92	1,04	4,15	0,77	3,77	0,49	1,43	0,76	1,43	0,54	1,28	0,61	1,41	0,58	1,15	0,39
2011	0,14	0,15	10,58	1,28	4,02	0,99	3,67	0,60	1,30	0,88	1,30	0,64	1,19	0,71	1,27	0,69	1,08	0,56
GERAL	0,12	0,14	11,14	1,23	3,87	0,99	3,69	0,56	1,32	0,87	1,35	0,67	1,17	0,70	1,29	0,64	1,10	0,48

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 – Valores mínimo e máximo das variáveis

Ano	Desempenho Empresarial		Investment Profile		Corruption		Bureaucracy Quality		Control of Corruption		Government Effectiveness		Regulatory Quality		Rule of Law		Voice and Accountability	
	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.
2002	-0,31	0,48	4,50	12,00	1,00	5,50	1,00	4,00	-1,13	2,36	-1,01	2,03	-0,65	1,94	-1,17	1,92	-0,54	1,54
2003	-0,51	0,60	4,04	12,00	1,00	5,50	1,00	4,00	-1,32	2,38	-0,96	2,09	-1,24	1,83	-1,52	1,91	-0,64	1,60
2004	-0,18	0,95	4,50	12,00	1,00	5,50	1,00	4,00	-1,30	2,45	-0,91	2,22	-1,32	1,80	-1,43	1,99	-0,77	1,75
2005	-0,23	0,70	6,54	12,00	1,50	5,50	2,00	4,00	-0,43	2,21	-0,60	2,00	-0,57	1,80	-0,74	1,91	-0,16	1,68
2006	-0,77	0,81	6,13	12,00	1,50	5,50	1,00	4,00	-1,07	2,36	-0,96	2,18	-0,89	1,85	-1,08	1,96	-0,90	1,60
2007	-0,21	0,95	6,00	12,00	1,50	5,50	1,00	4,00	-0,98	2,34	-1,04	2,37	-0,86	1,85	-1,07	1,92	-0,79	1,58
2008	-0,71	0,76	8,50	12,00	2,00	5,50	1,00	4,00	-1,05	2,33	-0,34	2,43	-0,39	1,92	-0,93	1,96	-0,85	1,58
2009	-0,97	0,83	7,00	12,00	2,00	5,50	1,00	4,00	-1,09	2,46	-0,42	2,28	-0,35	1,83	-0,77	1,97	-0,90	1,59
2010	-0,67	0,87	7,08	12,00	2,00	5,50	1,00	4,00	-1,06	2,40	-0,45	2,26	-0,37	1,81	-0,77	1,96	-0,88	1,64
2011	-0,23	1,00	6,17	12,00	1,50	5,50	1,00	4,00	-1,13	2,34	-1,07	2,17	-0,72	1,97	-1,21	1,95	-1,58	1,67
GERAL	-0,97	1,00	4,04	12,00	1,00	6,00	1,00	4,00	-1,32	2,46	-1,07	2,43	-1,32	1,97	-1,52	1,99	-1,58	1,75

Fonte: Dados da pesquisa

Para verificar o poder de classificação das variáveis, primeiramente realizou-se a Análise Discriminante ano a ano e, em seguida, fez-se a análise com a amostra geral, na qual foram incluídas todas as empresas. Diante dos resultados expostos na Tabela 3, percebe-se que os modelos apresentaram um bom poder de explicação, segundo o coeficiente de

correlação canônica. O menor coeficiente foi de 0,804, para o ano de 2003, e o maior foi de 0,969, para o ano de 2010. Quanto ao modelo geral, em que foram consideradas todas as empresas, a amostra final foi de 5.136 empresas e o coeficiente de correlação canônica foi de 0,465. Portanto, pode-se afirmar que a variabilidade dos grupos pode ser explicada pela função discriminante. Os valores obtidos pelos modelos são considerados bastante satisfatórios. Lembra-se que novos estudos podem incorporar variáveis não utilizadas no atual modelo, buscando-se uma ainda melhor resposta, principalmente no caso do modelo geral.

Tabela 3 – Amostras e Resultados da Pesquisa

Ano	Amostra Inicial	Amostra Final	Canonical Correlation	Classificação
2002	1.518	547	0,961	98,90%
2003	1.392	517	0,804	95,90%
2004	1.414	558	0,895	95,00%
2005	1.407	502	0,940	98,40%
2006	1.422	575	0,873	98,60%
2007	1.324	446	0,893	100,00%
2008	1.316	357	0,836	91,30%
2009	1.235	518	0,948	99,00%
2010	1.117	536	0,969	100,00%
2011	1.458	580	0,906	99,70%
GERAL	13.603	5.136	0,465	74,20%

Fonte: Dados da pesquisa

Quanto à classificação, todos os modelos apresentaram um ótimo percentual de acerto. Os modelos dos anos de 2003 e 2007 foram os que apresentaram a melhor classificação, no qual 100% dos casos foram classificados corretamente pela Análise Discriminante, em comparação aos grupos originais. O modelo do ano de 2008 foi o que apresentou menor percentual de acerto, em que 91,3% das observações geradas pela equação foram classificadas corretamente em relação aos grupos originais. Mesmo sendo o menor percentual elencado, esse resultado ainda assim deve ser considerado excelente. Quanto ao modelo geral, foram classificadas corretamente 74,20% das observações (1052 do grupo 0 e 2759 do grupo 1), o que pode ser considerado um bom resultado. Das 25,8% empresas classificadas incorretamente, 442 eram originalmente do grupo 1 e foram classificadas como grupo 0 e 883 eram do grupo 0 e foram classificadas como grupo 1.

A Tabela 4 apresenta os resultados das equações discriminantes em cada ano e para o modelo geral. Quanto à frequência dos indicadores de Governança Corporativa, aqueles obtidos a partir da base de dados *International Country Risk Guide* apareceram em todos os modelos, indicando que são ótimos parâmetros para discriminar a variável dependente utilizada nesta pesquisa. Os indicadores oriundos da base de dados *Worldwide Governance Indicators* também apresentaram uma boa frequência, com exceção do indicador *Voice and Accountability*, que apareceu em apenas quatro modelos.

Com relação aos sinais das cargas dos indicadores, a maioria não apresentou um padrão. Uma possível explicação para este resultado é que, devido à necessidade da exclusão de variáveis, não foram utilizadas as mesmas empresas em todos os anos. Portanto, como os indicadores de Governança Corporativa são mensurados em relação às características dos países, a utilização de empresas de países diferentes provocou a não padronização dos sinais das cargas dos indicadores.

Tabela 4 – Equações Discriminantes

Ano	Interseção	Investment Profile	Corruption	Bureaucracy Quality	Control of Corruption	Government Effectiveness	Regulatory Quality	Rule of Law	Voice and Accountability	Ponto de Corte
2002	-15,88	1,13	1,69	1,26	1,58	-2,96	-8,43	3,15	-1,58	1,26
2003	-28,59	1,83	0,76	3,57	-3,13	0,00	0,00	-2,73	0,00	0,50
2004	12,26	-1,62	-4,96	4,31	1,35	4,33	3,58	-2,48	0,00	-0,44
2005	9,94	-1,24	-2,53	1,72	0,00	-13,93	14,97	7,44	0,00	-0,65
2006	14,49	-1,25	2,15	-4,42	3,90	-4,45	5,58	0,00	0,00	-0,52
2007	3,47	-1,86	3,90	1,58	3,16	1,28	-2,81	-5,32	0,00	-0,17
2008	-25,81	0,85	3,50	2,53	0,00	1,29	0,00	-6,93	0,00	0,13
2009	-17,28	0,33	-0,77	4,71	5,54	-5,22	0,00	0,00	-0,97	-1,15
2010	-27,67	0,23	-0,89	8,13	4,64	-2,72	4,21	-6,14	-1,11	-1,19
2011	-10,78	-0,70	2,36	4,43	3,74	0,00	-3,27	-8,74	2,29	-0,20
GERAL	-13,98	0,50	0,75	2,21	-0,52	0,00	0,00	-1,51	0,00	-0,31

Fonte: Dados da pesquisa

Quanto à equação do modelo geral (TABELA 4), a carga da variável *Investment Profile* (0,50) indica que um baixo risco de expropriação impacta positivamente no Desempenho Empresarial. Com a garantia de um baixo risco de expropriação, as empresas podem manter o foco em suas ações gerenciais para aumentar a sua eficiência, minimizando a possibilidade de ocorrência dos conflitos entre de agência e entre Principal-Principal. Como a estrutura de propriedade das firmas também pode determinar o grau de expropriação nas firmas (La Porta *et al.*, 2000), o resultado encontrado nesse estudo pode indicar que as empresas que apresentam um bom desempenho têm o controle dissipado entre vários investidores e, portanto, oferecem uma boa proteção aos investidores já que o risco de expropriação é menor.

A carga do indicador *Corruption* foi de 0,75 e esse resultado indica que um ambiente menos corrupto promove a melhoria do Desempenho Empresarial. Nesse sentido, a corrupção dentro do sistema político pode também agravar a possibilidade de ocorrência dos conflitos entre de agência e entre Principal-Principal. A corrupção política pode ser considerada como um abuso de poder, cargo ou recursos por governantes para ganho pessoal (Bardhan, 1997; Svensson, 2005). Nesse sentido, gestores politicamente conectados podem, em troca de favores políticos, aumentar o risco de expropriação porque eles podem inserir pessoas menos qualificadas (familiares e amigos) em cargos na firma, transferir ativos a preços abaixo do mercado e engajar a firma em atividades que não criam valor para a empresa, mas que promovem um avanço na carreira pessoal do gestor (LI; QIAN, 2013; YOUNG *et al.*, 2008).

O indicador *Bureaucracy Quality* apresentou uma carga de 2,21, sugerindo que o Desempenho Empresarial é superior em países onde a burocracia tem a força e a experiência para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo. A possibilidade de ocorrência dos conflitos de agência e entre Principal-Principal pode ser menor em ambientes com uma maior qualidade regulatória porque nesses casos o governo fornece condições para uma maior transparência em termos de performance empresarial e, portanto, fica mais difícil a utilização dos recursos da companhia para ganhos pessoais (STEENSMA; YANG, 2013).

O indicador *Control of Corruption* apresentou um coeficiente negativo (-0,52), indicado que a utilização dos poderes dos agentes públicos com objetivo de ganhos privados impacta positivamente no Desempenho Empresarial. Nesses casos, uma possível explicação é que a burocracia atrapalha o bom andamento das atividades das empresas, que, por sua vez, utilizam-se da corrupção para tentar burlar a burocracia e melhorar o desempenho. A corrupção é uma das formas de se burlar a burocracia e praticar atos oportunistas. Uma vez

que exista o sentimento de que a burocracia apresenta níveis aceitáveis, cai o oportunismo. Portanto, quando a burocracia se apresenta não tolerável, os conflitos de agência e entre Principal-Principal tendem a se intensificar, tendo em vista que os agentes usam do oportunismo para conseguir ganhos privados.

O indicador *Rule of Law* também apresentou carga negativa (-1,51), sugerindo que um melhor senso de confiança e respeito pelas regras e leis por parte da sociedade não é favorável para a melhoria do Desempenho Empresarial. Entende-se que este resultado ocorreu devido principalmente à burocracia das regras e leis. Neste caso, as empresas que vislumbram um melhor desempenho tentam burlar a burocracia, ou seja, as imposições legais que atrapalham o desempenho. Nessas situações, o conflito de agência e entre Principal-Principal podem ser intensificados pois, os gestores e os acionistas majoritários podem aproveitar essas manobras para burlar a burocracia na tentativa de obterem ganhos privados.

CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi identificar quais são as variáveis determinantes do Desempenho Empresarial, a partir de indicadores de Governança Corporativa. De uma maneira geral os indicadores mostraram-se adequados quanto à discriminação da variável dependente, além disso, apresentaram um ótimo poder de discriminação. Contudo, não se pode concluir a partir dos resultados desse estudo que melhores práticas de Governança Corporativa tendem a uma melhoria no desempenho empresarial. Isto em virtude da incongruência dos resultados entre as bases de dados utilizadas nesta pesquisa.

Nesse sentido, os indicadores da base de dados *International Country Risk Guide (Investment Profile, Corruption e Bureaucracy Quality)* apresentaram um melhor resultado em relação aos da base de dados *Worldwide Governance Indicators (Control of Corruption, Government Effectiveness, Regulatory Quality, Rule of Law e Voice and Accountability)*. No caso da primeira base, uma boa governança tem um impacto positivo no Desempenho Empresarial, enquanto que na segunda base ocorreu justamente o oposto.

Para pesquisas futuras sugere-se investigações semelhantes às realizadas neste estudo, porém com a inclusão do nível de concentração de propriedade para verificar de maneira mais efetiva a influência dos conflitos entre Principal-Principal sobre o desempenho empresarial. Além disso, também seria interessante a adoção de outras medidas de desempenho, tendo em vista que em virtude da limitação dos dados coletados para este estudo, não foi possível realizar a inclusão de outras variáveis.

Por fim, não se pode silenciar quanto à inclusão, em estudo futuro, de variável que intencione trazer para o modelo a ambiência macroeconômica como pano de fundo da rentabilidade geral.

REFERÊNCIAS

- ANSOFF, H. I. **Corporate Strategy**. New York: McGraw-Hill, 1965.
- ARAGÓN-SÁNCHEZ, A.; SÁNCHEZ-MARÍN, G. Strategic Orientation, Management Characteristics, and Performance: A Study of Spanish SMEs. **Journal of Small Business Management**, v. 43, n. 3, p. 287–308, 2005.
- BARDHAN, P. Corruption and development: a review of issues. **Journal of Economic Literature**, v. 35, p. 1320-1346, 1997.
- BARNETT, M. L.; SALOMON, R. M. Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance. **Strategic Management Journal**, 2012.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BHASKARAN, S. Incremental Innovation and Business Performance: Small and Medium-Size Food Enterprises in a Concentrated Industry Environment. **Journal of Small Business Management**, v. 44, n. 1, p. 64–80, 2006.

BOUBAKRI, N.; MANSI, S. A.; SAFFAR, W. Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. **Journal of International Business Studies**, v. 44, n. 3, p. 195-215, 2013.

CHAN, C. M.; MAKINO, S.; ISOBE, T. Does subnational region matter? foreign affiliate performance in the United States and China. **Strategic Management Journal**, v. 31, p. 1226–1243, 2010.

CHANDLER, A. D. **Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise**. Cambridge: MIT Press, 1962.

CHILD, J. 'Organization structure, environment and performance: the role of strategic choice'. **Sociology**, v. 6, p. 1-22, 1972.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise Multivariada: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2009.

CRESWELL, JOHN W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Artmed, 2010.

CSASZAR, F. A. Organizational Structure as a determinant of Performance: evidence from mutual funds. **Strategic Management Journal**, v. 33, p. 611–632, 2012.

DEMPSEY, S.; GATTI, J. F.; GRINNELL, D. J.; CATS-BARIL, W. L. The Use of Strategic Performance Variable as Leading Indicators in Financial Analysts' Forecasts. **Journal of Financial Statement Analysis**, v.2, n.4, p.61-80, 1997.

DEZSÓ, C. L.; ROSS, D. G. Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. **Strategic Management Journal**, v. 33, p.1072–1089, 2012.

DURNEV, A.; ERRUNZA, V.; MOLCHANOV, A. Property rights protection, corporate transparency, and growth. **Journal of International Business Studies**, v. 40. N. 9, 1533-1562, 2009.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Vol. 88, p. 288-307, 1980.

HAIR, J. F. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HOJI, M. **Administração financeira: uma abordagem prática**. São Paulo: Atlas, 2004.

HÖLMSTROM, B. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, N. 1, p. 74-91, 1979.

HOSKISSON, R. E.; EDEN, L.; LAU, C. M.; WRIGHT, M. Strategy in emerging economies. **Academy of Management Journal**, Vol. 43, N. 3, p. 249–267, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Origens da Governança Corporativa**, 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em 15/04/2014.

JUSOH, R.; IBRAHIM, D. N.; ZAINUDDIN, Y. The performance consequence of multiple performance measures usage. **International Journal of Productivity and Performance Management**, 57(2): 119-136, 2008.

KAPLAN, R. S; NORTON, D. P. The balanced scorecard – measures that drive performance. **Harvard Business Review**, p. 71-9, 1992.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. Worldwide governance indicators project: Answering the critics. **World Bank Policy Research Working Paper**, N. 4149, 2007.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A. Governance indicators: Where are we, where should we be going?. **The World Bank Research Observer**, v. 23, n. 1, p. 1-30, 2008.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LI, J.; QIAN, C. Principal-Principal Conflicts under weak Institutions: a study of Corporate Takeovers in China. **Strategic Management Journal**, v. 34, p. 498–508, 2013.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 7º ed. São Paulo: Atlas, 2009.

McMAHON, R. G. P. Business Growth and Performance and the Financial Reporting Practices of Australian Manufacturing SMEs. **Journal of Small Business Management**, v. 39, n. 2, pp. 152–164, 2001.

MENDES, J. M. Governança corporativa e desempenho econômico e financeiro nas empresas estatais brasileiras. **Dissertação (Mestrado em Administração)**. 2010. 103f. Programa de Pós-Graduação de Mestrado em Administração (PPGMAD), Universidade Federal de Rondônia, Porto Velho, Rondônia, 2010.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **Principles of corporate governance**, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

PACE, E. S. U.; BASSO, L.; SILVA, M. A. Indicadores de Desempenho como Direcionadores de Valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 37-65, 2003.

PAGANO, M.; VOLPIN, P. F. The political economy of corporate governance. **American Economic Review**, p. 1005-1030, 2005.

PENG, M. W.; WANG, D. Y. L.; JIANG, Y. An institution based view of international business strategy: a focus on emerging economies. **Journal of International Business Studies**. v. 39, n. 5, p. 920–936, 2008.

PORTER, M. **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. New York: Free Press, 1980.

SALTÉRIO, S.; WEBB, A. The Balanced Scorecard. **CA Magazine**, v. 136, n. 6, p. 39, 2003.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, N. 4., p. 995-1025, 1994.

STEENSMA, K.; YANG, H. **The influence of state ownership on innovation in market competition**. Academy of Management Annual Meeting, 2013.

SVENSSON, J. Eight questions about corruption. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 19, n. 3, p. 19-42, 2005.

THORELLI, H. **Strategy + Structure = Performance: the Strategic Planning Imperative**, Indiana University Press, Bloomington, Indiana, 1977.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196–220, 2008.

WALLS, J. L.; BERRONE, P.; PHAN, P. H. Corporate Governance and Environmental Performance: is there really a link? **Strategic Management Journal**, v. 33, p. 885–913, 2012.