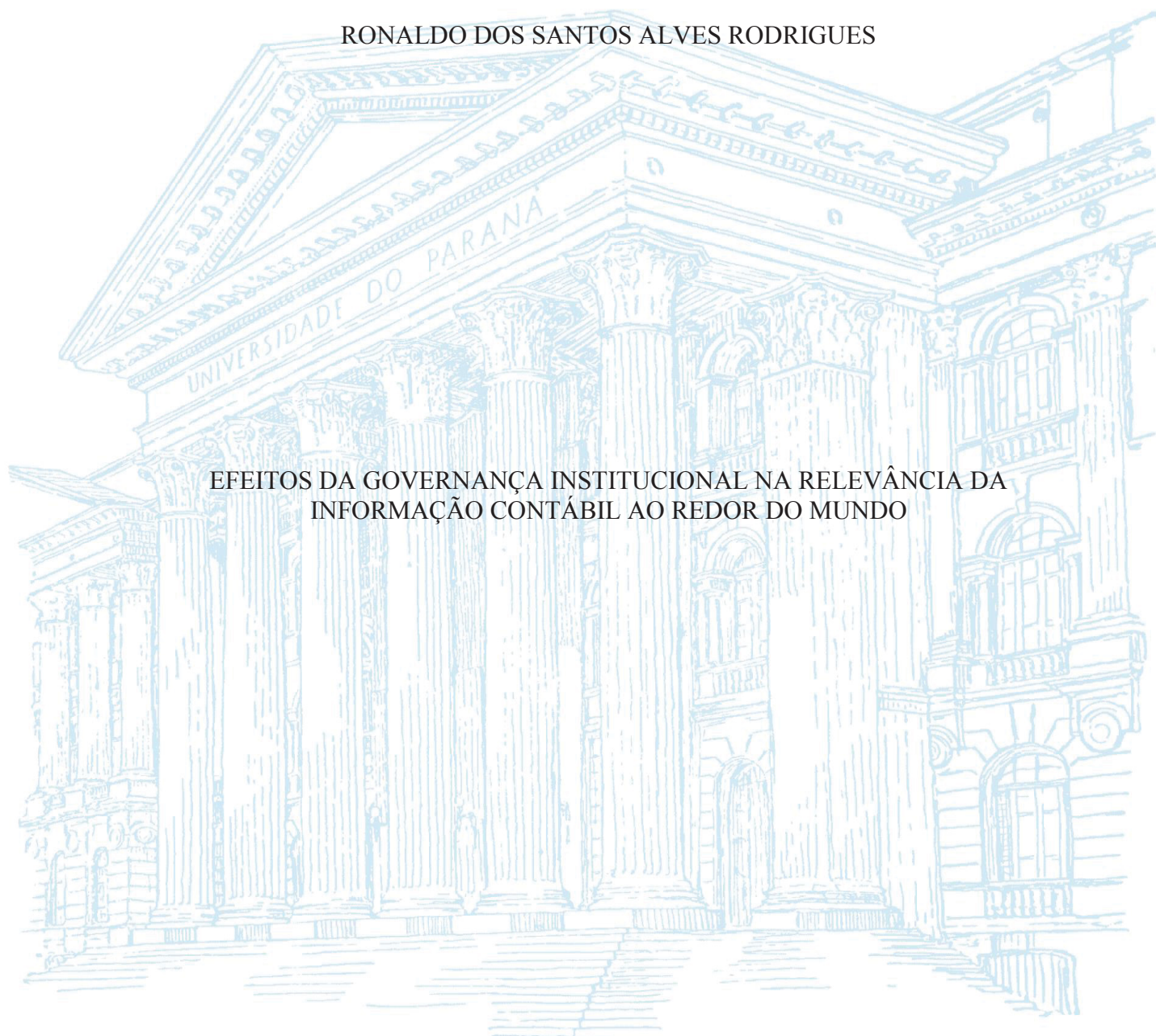


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RONALDO DOS SANTOS ALVES RODRIGUES



EFEITOS DA GOVERNANÇA INSTITUCIONAL NA RELEVÂNCIA DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL AO REDOR DO MUNDO

CURITIBA

2020

RONALDO DOS SANTOS ALVES RODRIGUES

EFEITOS DA GOVERNANÇA INSTITUCIONAL NA RELEVÂNCIA DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL AO REDOR DO MUNDO

Dissertação Apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Centro de Sociais Aplicadas, na Linha de Pesquisa Contabilidade Financeira e Finanças da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade. Área de concentração: Contabilidade Financeira e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Claudio M.E. Barros

Coorientador: Prof. Dr. Ademir Clemente

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Rodrigues, Ronaldo dos Santos Alves

Efeitos da governança institucional na relevância da informação contábil ao redor do mundo / Ronaldo dos Santos Alves Rodrigues. - 2020.

85 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Claudio Marcelo Edwards Barros.

Coorientador: Ademir Clemente.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Contabilidade. 2. Governança corporativa. 3. Relevância. 4. Informação. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Barros, Claudio Marcelo Edwards. III. Clemente, Ademir. IV. Título.

CDD 657



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de RONALDO DOS SANTOS ALVES RODRIGUES intitulada: EFEITOS DA GOVERNANÇA INSTITUCIONAL NA RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL AO REDOR DO MUNDO, sob orientação do Prof. Dr. CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa. A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 26 de Agosto de 2020.

Assinatura Eletrônica

28/08/2020 09:52:24.0

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

27/08/2020 15:02:08.0

ADEMIR CLEMENTE

Avallador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

04/09/2020 11:23:36.0

ALCEU SOUZA

Avallador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

26/08/2020 21:34:46.0

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Avallador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

27/08/2020 08:50:34.0

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Avallador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AVENIDA PREFEITO LOTHARIO MEISSNER, 632 - 1º ANDAR - SALA 120 - CURITIBA - Paraná - Brasil
CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4193 - E-mail: ppgcont@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 50807

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://www.prrpg.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp> e insira o código 50807

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente a Deus, causa primária de todas as coisas.

A minha melhor amiga e parceira de vida Giulie Cherobin, a quem tenho profundo carinho e admiração; que durante o período do mestrado participou de cada angústia e dúvida e sempre me incentivou a seguir em frente. A minha mãe, por todo amor e carinho dedicado ao longo desse tempo. Aos meus irmãos por participarem de alguma forma dessa realização. Aos meus professores da graduação, em especial, Carlos Senff e Luciano Bendlin, por me apoiarem desde o início a realizar esse sonho.

Um agradecimento especial ao professor e orientador Ademir Clemente, um exemplo de pessoa, com quem construí não apenas uma relação de orientador-orientando, mas sim, uma relação de amizade. Um grande amigo. Ao professor e também orientador Cláudio Marcelo, pessoa de mentalidade e personalidade incrível que, do mesmo modo, posso chamar de amigo.

Agradeço a todos os professores que tive ao longo do curso, que me possibilitaram grandes aprendizados: Luciano Scherer, Rodrigo Oliveira, Marcos Wagner, Cícero Bezerra e em especial ao Flaviano Costa (que me mostrou a reflexão da realidade interdisciplinar muito além dos números). Aos professores da banca de qualificação e defesa (Romualdo Douglas, Ana Paula Cherobim e Alceu Souza) pelas excelentes contribuições que foram realizadas.

Sou grato a todos os amigos que fiz ao longo do curso, por cada momento vivido e experiência compartilhada. Em especial ao Michel Teixeira, grande amigo. Agradeço também a Camila e ao Márcio por estarem sempre dispostos a auxiliar em todo processo necessário ao longo do mestrado.

Por fim, agradeço a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo auxílio financeiro durante todo o tempo do mestrado.

Devemos expandir o círculo do nosso amor até que ele englobe todo o nosso bairro; do bairro, por sua vez, deve desdobrar-se para toda a cidade; da cidade para o estado, e assim, sucessivamente, até que o objeto do nosso amor inclua todo o universo

Mahatma Gandhi

RESUMO

A proposta desse estudo foi verificar a relação entre as matrizes institucionais na relevância da informação contábil nas 20 economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018. A amostra foi composta por 2.542 empresas durante o período de 2009 à 2018, totalizando 20.002 observações para todo o período analisado. As variáveis utilizadas para a relevância da informação contábil foram o Lucro Por Ação e o Patrimônio Líquido por Ação, para a Governança Corporativa adotou-se a variável de Governança do índice *Environmental Social and Governance* (ESG) e para as matrizes institucionais as seis variáveis individuais do *Word Governance Index* (WGI). Os dados foram analisados por meio do modelo hierárquico linear com medidas repetidas (HLM3). O primeiro modelo evidenciou que as variáveis no nível institucional são significativas para explicar a governança corporativa no nível da firma. Isso significa que, as práticas corporativas estão alinhadas com as instituições das diferentes economias, ou seja, que as regras e os conjuntos de regras dos países exercem influências nas estruturas de governança das empresas. O segundo modelo confirmou relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis, corroborando com um dos objetivos da governança corporativa que é fornecer informações relevantes para a tomada de decisão dos usuários. Acerca da relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil, o modelo apresentou melhores estimações, quando comparado com o modelo nulo. Sendo assim, pode-se concluir que o ambiente institucional aumenta a relevância das informações contábeis. Na medida que as informações contábeis reduzem as incertezas, as mesmas transmitem sinais ao mercado de modo que essa transmissão passa a ser mais forte em países com melhores níveis institucionais.

Palavras-chave: Relevância da Informação Contábil. Matrizes Institucionais. Modelo de Regressão Hierárquica Linear.

ABSTRACT

The purpose of this study was to verify the relationship between institutional matrices in the relevance of accounting information in the 20 economies that had the highest market capitalization in 2018. The sample was composed of 2,542 companies during the period from 2009 to 2018, totaling 20,002 observations for the entire analyzed period. The variables used for the relevance of accounting information were Earnings Per Share and Shareholders' Equity per Share, for Corporate Governance the Governance variable of the Environmental Social and Governance (ESG) index was adopted and for the institutional matrices the six individual variables World Governance Index (WGI). The data were analyzed using the linear hierarchical model with repeated measures (HLM3). The first model showed that the variables at the institutional level are significant to explain corporate governance at the firm level. This means that corporate practices are aligned with the institutions of the different economies, that is, that the rules and sets of rules of the countries influence the governance structures of companies. The second model confirmed the relationship between corporate governance and the relevance of accounting information, corroborating one of the objectives of corporate governance, which is to provide relevant information for users' decision making. Regarding the relationship between institutional matrices and the relevance of accounting information, the model presented better estimates when compared to the null model. Therefore, it can be concluded that the institutional environment increases the relevance of accounting information. As the accounting information reduces the uncertainties, they transmit signals to the market so that this transmission becomes stronger in countries with better institutional levels.

Keywords: Relevance of Accounting Information. Institutional Matrices. Linear Hierarchical Regression Model.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Estrutura da Pesquisa.....	37
Figura 2- Relação entre as variáveis e hipóteses de teste.....	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Países com maiores capitalizações de mercado.....	40
Tabela 2- Amostra da pesquisa.....	41
Tabela 3- Estatística descritiva no nível da firma – média por país	57
Tabela 4- Estatística descritiva no nível país – média.....	58
Tabela 5- Modelo Nulo.....	60
Tabela 6- Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios	61
Tabela 7- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias.....	62
Tabela 8- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2	63
Tabela 9- Modelo 10.1 de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis de Nível 2 de Nível 3 (Modelo Completo).....	64
Tabela 10- Modelo Nulo.....	65
Tabela 11- Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios	65
Tabela 12- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias.....	67
Tabela 13- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2	67
Tabela 14- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis de Nível 2 de Nível 3 (Modelo Completo).....	69
Tabela 15- Resultado comparativo da decomposição da variância (Coeficiente de Correlação Intraclasse).....	70

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Quantidade de empresas nos vinte países com maior capitalização de mercado ...	39
Gráfico 2- Número de empresas que a variável de Governança está disponível.....	39
Gráfico 3- Média das variáveis institucionais por país.....	58
Gráfico 4- Evolução temporal da Governança Corporativa média das empresas dos países (ajuste linear por MQO).	59
Gráfico 5- Evolução temporal dos preços médios das ações dos países (ajuste linear por MQO)	60
Gráfico 6- Interceptos aleatórios por país.....	66
Gráfico 8- Média das variáveis institucionais que tiveram seus coeficientes negativos	73

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Itens que compõem o WGI	22
Quadro 2- Síntese dos resultados dos estudos empíricos	32
Quadro 3- Síntese dos estudos sobre a relação entre a Governança Corporativa e Relevância das Informações Contábeis	36
Quadro 4- Definições de Governança	43
Quadro 5- Variáveis do WGI	44
Quadro 6- Variáveis Utilizados no Estudo	46
Quadro 7- Procedimentos para testes das hipóteses	57

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1 QUESTÃO DA PESQUISA	17
1.2 OBJETIVO GERAL.....	17
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS.....	17
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	19
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA-EMPÍRICA	19
2.1 NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E O CONCEITO DE MATRIZES INSTITUCIONAIS	19
2.1.1 Matriz Institucional e Índice de Governança Mundial - WGI.....	22
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
2.3 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	27
2.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO ENTRE AS MATRIZES INSTITUCIONAIS, GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	28
2.4.1 Matrizes Institucionais e Governança Corporativa	28
2.4.2 Governança Corporativa e Relevância das Informações Contábeis.....	33
3. METODOLOGIA	37
3.2 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	37
3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA	38
3.4 VARIÁVEIS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS	41
3.4.1 Relevância de Informação Contábil - Value Relevance.....	41
3.4.2 Variáveis Independentes.....	42
3.5 HIPÓTESE DE TESTE.....	47
3.6 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	49
3.6.1 Modelo Hierárquicos Lineares	49
3.6.2 Modelos Desenvolvidos	53

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	57
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	71
6 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E ESTUDOS FUTUROS.....	75
REFERÊNCIAS	77

1. INTRODUÇÃO

O ambiente econômico e social é permeado por incertezas e devido à grande quantidade de informações, os agentes não possuem capacidade de obter e processar todas as informações relevantes para a tomada de decisão, inviabilizando a busca por resultados maximizadores (Melo & Fucidji, 2016). A partir do momento que os agentes não conhecem o mundo sobre o qual devem decidir, criam as instituições para reduzir as incertezas nas interações entre as pessoas ao estabelecer bases comuns de crenças e regras (North, 1990).

Uma instituição pode ser uma regra, norma, leis, constituições, códigos de condutas, religião, sistemas políticos e econômicos (North, 1990; Gala, 2003) e o ponto chave para a sua existência é a de reduzir as incertezas, reduzir os custos de transação, garantir os direitos de propriedades e o cumprimento contratual das relações econômicas (North, 1990, Filártiga, 2007). Segundo North (2005) as instituições fornecem uma estrutura para o cotidiano como um guia para as interações humanas de modo que, ao dirigir um automóvel, fazer compras, emprestar dinheiro, formar um negócio, sabe-se como executar essas tarefas. Por sua vez, o conjunto de instituições de uma economia formam a matriz institucional dos países (North, 1990). Dessa forma, as sociedades possuem matrizes institucionais que são formadas pelas instituições que, por sua vez, são regras formais e informais, escritas ou não escritas – tais como o sistema legal, entendimento da moral, corrupção, religião, cultura, códigos e ética, entre outros (North 1990; Aguilhera & Jackson, 2010; Kaufmann, Kraay & Mastruzzi, 2011).

As matrizes institucionais exercem influência na realidade das organizações, visto que as mesmas seguem o conjunto de regras e normas para definirem o que é legítimo ou não. Segundo Silveira (2005) e Terra e Lima (2006) as matrizes institucionais moldam as estruturas de governança corporativa (GC) adotada pelas empresas e para entender a governança corporativa é preciso compreender as matrizes institucionais que estão presentes em determinada sociedade. Devido as matrizes institucionais ditarem as regras, a governança corporativa é influenciada por esse ambiente e, mudanças nas práticas de governança, serão eficientes, se considerado o ambiente que organização atua, devido ao processo dinâmico que as instituições operam. Nessa linha, estudos apontam a existência da relação entre os elementos das matrizes institucionais com a governança corporativa (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004; Aguilhera & Jackson, 2010; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012; Volonte, 2015; Humphries & Whelan 2017).

A governança corporativa por sua vez, fornece elementos para monitorar a gestão e o desempenho das organizações, por meio de mecanismos de monitoramento dos gestores e

tornando-se relevante para a redução da assimetria de informação (Nascimento & Reginato, 2008). Assim, o objetivo geral dos mecanismos de GC são reduzir os problemas de agência, alinhar os interesses dos gestores e acionistas, para assim, melhorar o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Habib e Azim (2008) apontam que devido à existência de mecanismos de GC os relatórios financeiros apresentam maior relevância, pois, com a separação entre propriedade e controle – conflito de agência – surgem informações assimétricas que os gestores poderiam utilizar para expropriar a riqueza dos acionistas (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976).

A relevância da informação contábil é capacidade dos números contábeis em fornecer insumos para os analistas e *stakeholders* do mercado financeiro para efetuarem as suas projeções financeiras. Assim, uma das funções mais importantes da governança corporativa é garantir a qualidade dessas informações (Hendriksen & Breda, 1999; Fiador, 2013). Lopes (2002) acrescenta que “a relevância da informação contábil só pode ser avaliada considerando os mecanismos de governança corporativa”. Para La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) essa relevância ocorre pelo fato de os investidores utilizarem os demonstrativos contábeis para compor suas projeções.

Inúmeros estudos ao redor do mundo encontraram evidências de que a governança corporativa aumenta a relevância das informações contábeis, na Austrália (Habib & Azim, 2008); Canadá (Berthelot & Morris, 2008); Malásia (Jamaluddin, Mastuki & Ahmad, 2009; Morris, 2011); Brasil (Lopes, 2009); África do Sul (Ntim, Opong & Danbolt, 2012; Tshipa, Brummer, Wolmarans & Toit, 2018); Gana (Fiador, 2013); Paquistão (Malik & Shah, 2013; Khidmat, Wang & Awan, 2018); Sri Lanka (Balagobei, 2018) e Indonésia (Pratiwi, Sutrisno & Rahman, 2019). Isso ocorre, pois presume-se que os mecanismos de governança restrinjam o comportamento oportunista dos administradores e tornem as informações contábeis com maior relevância e credibilidade para os investidores (Habib & Azim, 2008).

A relação entre governança corporativa e relevância da informação contábil continua sendo explorada e, nos últimos anos, os estudos têm se concentrado em verificar a relação entre essas duas variáveis no nível da firma em diversos países. Ou seja, a partir dessas variáveis verificam a relação da governança corporativa, no nível da firma, na relevância das informações contábeis. A ideia subjacente a esses estudos reside na heterogeneidade das matrizes institucionais que as economias apresentam. Sistemas econômicos, regimes *common law* e *civil law*, participação do estado na economia, corrupção, são alguns elementos que denotam as particularidades das matrizes institucionais de cada economia. São essas particularidades que marcam a heterogeneidade dos ambientes institucionais que, por sua vez, podem resultar em

efeitos diferenciados na relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis. Apesar dos estudos apontarem que a governança corporativa é influenciada pelos elementos das matrizes institucionais (Silveira, 2002; Silveira, 2005; Terra & Lima, 2006; Lopes, 2009; Armstrong & Guay, 2010) carecem estudos no nível da firma em que a governança corporativa capture o efeito da heterogeneidade das matrizes institucionais na relevância das informações contábeis nos mercados de capitais.

Assim, conforme as matrizes institucionais se diferenciam nas economias, as práticas de governança corporativa são diferenciadas e os investidores percebem maior ou menor relevância nas informações contábeis, podendo utilizar ou não tais informações como elementos centrais em sua tomada de decisão. Sendo assim, acredita-se que as matrizes institucionais influenciem a governança corporativa e esta, por sua vez, exerça efeitos na relevância das informações contábeis propagadas nos mercados de capitais ao redor do mundo.

1.1 QUESTÃO DA PESQUISA

Supõe-se que os países possuem matrizes institucionais diferentes e que exercem influência na governança corporativa das empresas e a governança corporativa das empresas aumenta a relevância das informações contábeis. Portanto, com a presença da governança corporativa as matrizes institucionais aumentam a relevância das informações contábeis?

1.2 OBJETIVO GERAL

Verificar a relevância das matrizes institucionais nas informações contábeis das 20 economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018.

1.2.1 Objetivos Específicos

Verificar a relação entre as matrizes institucionais e a governança corporativa;
Mensurar a relação entre governança corporativa e a relevância da informação contábil;
Identificar a relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS

A literatura aponta relação entre as matrizes institucionais e a governança corporativa e a governança corporativa com a relevância das informações contábeis. Assim, o presente estudo visa apresentar três contribuições.

Primeiro, entre 1978 e 2008 houve uma taxa de crescimento de 19% no número de códigos de governança no mundo (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2009). Do total de 196 códigos em 2008, os EUA e UK correspondem com 26%. Aguilhera e Cuervo-Cazurra (2004) apontam que os países com maiores mercados financeiros têm maior quantidade de códigos de governança. Adicionalmente, países com mercado de capitais maiores, possuem bases acionárias mais desenvolvidas e os investidores demandam informações mais detalhadas o que torna a contabilidade mais relevante (Lopes, 2002). Assim, torna-se relevante verificar a relação entre a matriz institucional com a governança corporativa e a relevância da informação contábil em países com as maiores capitalizações de mercado, pois espera-se que os mesmos possuam uma relação mais forte.

Em segundo lugar, espera-se contribuir para os usuários das informações contábeis a dimensão das matrizes institucionais ao avaliarem tais informações (Peixoto, 2018). Isso pode ser verificado pois parte-se do pressuposto de que informação contábil relevante é aquela que possui maior capacidade de explicar as variações que ocorrem nos preços das ações. Como os preços das ações refletem a expectativa de geração da caixa futura, quanto maior capacidade explicativa as informações contábeis possuírem do preço da ação, significa que as informações estão próximas da realidade econômica do negócio. Nesse sentido, ao identificar que a relevância das informações é maior a depender das matrizes institucionais, significa dizer que a expectativa do mercado – refletida no preço da ação – captura esses elementos institucionais. Por sua vez, pode-se olhar sob a perspectiva de que as empresas possuem exposições diferentes a esses elementos institucionais.

Em terceiro lugar essa pesquisa visa contribuir para o campo teórico dos estudos da Nova Economia Institucional (NEI) a relação entre a governança corporativa e relevância da informação contábil. A NEI parte da perspectiva de que os agentes possuem capacidade limitada e não têm toda informação. A assimetria informacional e o conflito de agência, partem dos pressupostos apresentados na NEI o que torna essa perspectiva relevante para o entendimento da contabilidade (Lopes & Martins, 2007). Estudar o fenômeno institucional, governança corporativa e a relevância da informação contábil de forma quantitativa contribui para a literatura, pois não faz sentido imaginar a contabilidade fora do arcabouço de pensamento da nova economia institucional (Lopes & Martins, 2007).

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa tem como objetivo verificar quais os efeitos da matriz institucional na relevância das informações contábeis nas economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018. Dessa forma, as limitações do estudo estão relacionadas a suas dimensões de tempo, ambiente e evento. Quanto ao tempo, o recorte temporal, compreende de 2010 a 2018. O ambiente é limitado as empresas de capital aberto que possuem a variável de governança corporativa. O evento trata daqueles inerentes aos efeitos das matrizes institucionais na relevância das informações contábeis.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA-EMPÍRICA

Nesta seção, são apresentados os elementos teóricos e estudos empíricos. No tópico 2.1 é apresentado o conceito de matriz institucional dentro da NEI e também são apresentadas as discussões quanto a sua operacionalização. O tópico 2.2 apresenta os conceitos de governança corporativa e o tópico 2.3 o conceito de relevância da informação contábil. No item 2.4 são descritos os artigos empíricos que fundamentam a relação entre as matrizes institucionais, governança corporativa e relevância da informação contábil.

2.1 NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E O CONCEITO DE MATRIZES INSTITUCIONAIS

Também denominado de “Neo-Institucionalismo Econômico” a Nova Economia Institucional tem como objeto de estudo as instituições e como elas interagem com os arranjos organizacionais (Menard & Shirley, 2005). Os principais conceitos da Nova Economia Institucional são originários dos trabalhos de Coase (1937; 1960), North (1973; 1990) e Williamson (1975). Ménard e Shirley (2012) apontam que existem três conceitos considerados o “triângulo dourado” da economia institucional: (1) custos de transação; (2) direitos de propriedades e (3) contratos.

Por que as empresas existem? Por que as trocas não ocorrem no mercado por meio de contratos de curto prazo entre os indivíduos? Essas questões direcionaram o trabalho seminal de Coase intitulado “*The nature of the Firm*”. Segundo Coase existem custos de transação no mercado e para Wallis e North (1987) esses custos são entendidos como “os custos de trocas de direitos de propriedades”; “os custos para fazer cumprir os contratos”; “os custos para capturar

os ganhos de especialização e divisão do trabalho”. Segundo Fiani (2003) os custos de transação são todos aqueles que os agentes enfrentam toda vez que recorrem ao mercado. North (1990) por sua vez divide os custos de transação em dois i) Custos de *measurement* e ii) Custos de *enforcement*. A primeira classificação dos custos está relacionada à dificuldade dos agentes em conhecer o objeto de uma transação (North, 1990, p. 29-30). Quanto aos custos de *enforcement* os mesmos estão relacionados com a incerteza que os agentes têm sobre a propriedade do bem a ser trocado (North, 1990, p. 32). Coase (1998) aponta que a existência dos custos de transação, determina quais bens e serviços serão produzidos e também a capacidade das economias de tirar proveito da especialização e da divisão do trabalho. Segundo Ménard e Shirerley (2014) os custos de transação estão no centro do trabalho de Williamson (1975), na escolha entre mercado e empresa, e também no trabalho de North (1990).

Alchian (1965) define os direitos de propriedades como um conjunto de direitos que permitem os agentes tomarem decisões para usar, transferir, explorar ou usufruir a propriedade. Esses direitos podem ser impostos por lei ou por meio de costume social (Alchian, 1965). Coase (1959) descreve que as pessoas comercializam os seus direitos para executar determinadas ações e que os direitos possuem privilégios estabelecidos pelo sistema legal. Os direitos de propriedade são, em geral, uma “cesta de direitos” que pode ser repartida ou fragmentada. Por exemplo, um indivíduo A pode possuir o direito de plantar trigo em um lote de terra enquanto que o indivíduo B pode possuir o direito de atravessar pelo lote e o indivíduo C pode possuir direitos para lançar fumaça sobre o lote, o indivíduo D pode possuir o direito de pilotar um avião sobre o lote e cada direito apontado pode ser transferível (Alchian, 1965). Dessa forma, aluguéis e arrendamentos nada mais são do que partições de direitos de propriedades realizados em contratos de natureza comercial (Alchian, 1965). Segundo Fiani (2003) existem custos associados a negociação desses direitos particionados que podem assumir proporções que inviabilizem as transações de tais direitos no mercado. Para isso, é preciso avaliar os custos de transação existentes para verificar a viabilidade das transações (troca no mercado) (Fiani, 2003).

Coase (1960) explorou os efeitos nocivos que ocorrem quando os exercícios de direitos de um proprietário causam algum dano ou custo para os proprietários de outros direitos. Coase evidencia que a atribuição dos direitos de propriedade só importa na presença de custos de transação. Com a existência de custos de transação e direitos de propriedade o sistema jurídico, estado e o ambiente institucional tornam-se centrais (Ménard & Shirerley, 2014). Segundo Williamson (1996) o contrato é um acordo entre um comprador e um fornecedor no qual os termos de troca são definidos por: preço, especificidade de ativo e proteção.

Nesse sentido, devido ao fato de os indivíduos não possuírem informações perfeitas e

terem capacidade limitada, as instituições existem para reduzir os riscos e os custos de transação, garantir os direitos de propriedade e o cumprimento dos contratos (North, 1990; Menard & Shirley, 2005). “As instituições são as regras e normas escritas e não escritas que os seres humanos adotam para reduzir a incerteza e controlar o ambiente” (Menard & Shirley, 2005, p. 1). O conjunto das instituições formam as matrizes institucionais das economias e nelas encontram-se os estímulos para os diversos agentes econômicos (North, 1990; Gala, 2003).

Para North (1990) existem matrizes institucionais mais eficientes. Uma matriz institucional eficiente é aquela capaz de estimular o agente ou organização a investir numa atividade individual que traga retornos superiores aos seus custos sociais, ou seja, a chave está em estabelecer os direitos de propriedades bem definidos e acompanhado de aparatos de *enforcement* eficazes (North & Thomas, 1973). Para Gala (2001) a matriz institucional eficiente estimula um agente ou organização a investir em uma atividade individual que traga retornos sociais maiores do que seus custos sociais. Assim as matrizes eficientes, ao garantir os direitos de propriedades, garantem que as organizações e os indivíduos invistam em atividades economicamente produtivas, corporações, sociedades anônimas, letras da cambio, seguros, entre outros (North & Thomas, 1973; Gala, 2001). Para North (1990) a eficiência das matrizes institucionais são obtidas por meio de políticas públicas e também dos aspectos culturais de uma sociedade.

Dessa forma, Gala (2001) resume a teoria de North (1990): O ambiente econômico é permeado por incerteza e a principal consequência dessa incerteza são os custos de transação, que podem ser separados em custos de *measurement* e *enforcement*. Para reduzir os custos de transação e coordenar as atividades humanas as sociedades desenvolvem instituições – estas são um conjunto de regras com dois extremos: formais e informais – o conjunto de regras é encontrado na matriz institucional que define os estímulos para o surgimento de organizações. Essa interação é responsável pela evolução institucional e pelo desempenho econômico.

A partir dos conceitos apresentados, pode-se verificar que as matrizes institucionais visam garantir o cumprimento dos contratos, fazer valer os direitos de propriedade e reduzir os custos de transação. Apesar de abstrato, as matrizes institucionais compreendem um conjunto de regras formais e informais. Esses elementos influenciam na realidade das organizações, na medida em que as matrizes institucionais podem fornecer incentivos ou apresentarem traços culturais que são diferentes entre as economias. Leis, regulamentos, corrupção, reponsabilidade, processos formais e normas são algumas características das matrizes institucionais (Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012).

2.1.1 Matriz Institucional e Índice de Governança Mundial - WGI

O conjunto de regras normas, escritas e não escritas são encontrados nas matrizes institucionais das sociedades. Dessa forma, a matriz institucional é resultado do conjunto de instituições de uma sociedade. Ou seja, a matriz institucional é a categoria de análise composta por um conjunto de instituições que são as regras ou conjunto de regras de uma sociedade. Segundo North (1993, p. 18) a matriz institucional interage com as organizações, visto que “as organizações que existem refletem as oportunidades propiciadas pela matriz institucional”.

Estudos quantitativos sob o *background* institucional não são recentes. A literatura apresenta diversos estudos que utilizaram um grande conjunto de variáveis para capturar os efeitos do ambiente institucional (Adelman & Lohmoller, 1994; Knack & Keefer, 1995; Posner, 1997; Clague, 1997; Remmer, 1998; Gray & Kaufmann, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Chong & Calderón, 2000). A partir de inúmeros estudos, Kauffman, Kraay e Zoido (1999) propõem uma métrica de governança que mais tarde passou a se chamar *World Governance Index* (WGI) que reúne grande de conjunto de indicadores utilizados nas pesquisas anteriores. O WGI é baseado em 30 pesquisas individuais de diversas entidades ao redor do mundo e de cada pesquisa, são selecionados os itens que estão dentro do enfoque do Índice. Por exemplo, para o índice de “Controle da Corrupção” são utilizados 16 itens provenientes de 7 pesquisas diferentes. No total, têm-se 163 itens que são considerados para agregar as matrizes institucionais de cada economia.

Quadro 1- Itens que compõem o WGI

Índice	Itens representativos
Controle da Corrupção	16
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	1
Gallup World Poll	1
Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	1
Institutional Profiles Database	3
Political Risk Services International Country Risk Guide	1
Varieties of Democracy Project	1
World Economic Forum Global Competitiveness Report	8
Eficiência do Governo	17
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	2
Gallup World Poll	3
Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	3
Institutional Profiles Database	6
Political Risk Services International Country Risk Guide	1
World Economic Forum Global Competitiveness Report	2
Estabilidade Política	19
Cingranelli Richards Human Rights Database and Political Terror Scale	1
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	5
Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	4
iJET Country Security Risk Ratings	1

Institutional Profiles Database	3
Political Risk Services International Country Risk Guide	4
World Economic Forum Global Competitiveness Report	1
Qualidade Regulatória	25
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	5
Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	2
Heritage Foundation Index of Economic Freedom	2
Institutional Profiles Database	8
Political Risk Services International Country Risk Guide	1
World Economic Forum Global Competitiveness Report	7
Estado de Direito	45
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	8
Gallup World Poll	4
Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	3
Heritage Foundation Index of Economic Freedom	1
Institutional Profiles Database	18
Political Risk Services International Country Risk Guide	1
US State Department Trafficking in People report	1
Varieties of Democracy Project	1
World Economic Forum Global Competitiveness Report	8
Voz e Responsabilidade	41
Economist Intelligence Unit Riskwire & Democracy Index	5
Freedom House	5
Gallup World Poll	1
Institutional Profiles Database	21
Political Risk Services International Country Risk Guide	2
Reporters Without Borders Press Freedom Index	1
Varieties of Democracy Project	3
World Economic Forum Global Competitiveness Report	3
Total Geral	163

Fonte: Worldwide Governance Indicators (2020).

Apesar da teoria de North não apresentar uma operacionalização, a matriz institucional fornece a operacionalização para a teoria (Gala, 2003). Assim, o WGI é uma forma de operacionalizar a matriz institucional de diferentes economias. A raiz teórica do índice é encontrada nos estudos de Kaufmann e Kraay (2007) – idealizadores do índice. O índice leva o rótulo de “Governança”, entretanto, segundo Kaufmann e Kraay (2007), trata-se de uma forma imprecisa de tratar os termos “governança”, “instituições” e “qualidade institucional”. Na busca de uma melhor definição, o autor resgata os conceitos apresentados por North (1990) para instituições, bem como elenca outras definições apresentadas pelo Banco Mundial. No entanto, apesar de o autor descrever não haver um consenso sobre a definição de governança, ele apresenta a seguinte definição:

"as **tradições** e **instituições** pelas quais a autoridade de um país é exercida. Inclui o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos; a capacidade do governo de formular e implementar efetivamente políticas sólidas; e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que governam os aspectos econômicos e sociais

interações entre eles”

É possível verificar que a definição de “Governança” apresentada por Kauffman e Kraay (2007) captura o entendimento de instituições apresentada por North (1990). Esse mesmo entendimento é encontrado também na definição apresentada pela *United Nations Development Programme* (UNDP, 2002) ao discutir a governança e qualidade institucional. A UNDP (2002) resgata o conceito de instituições de North (1990) e descreve que a governança dos países resulta das instituições, ou seja, as “regras do jogo”. Partindo do entendimento de instituições de North (1990) a UNDP (2002) utiliza os indicadores apresentados por Kaufmann e Kraay (2007) para mensurar os elementos das matrizes institucionais. Omam e Arndt (2010) também sugerem o WGI como forma de operacionalizar as ideias do autor.

Knack e Keefer (1995) estudaram os efeitos das instituições no desempenho econômico. Segundo os autores a ausência direitos contratuais desencorajam os investimentos. Como operacionalização, eles utilizam dados do International Country Risk Guide (ICGR) e do Business Risk Intelligence (BERI). Chong e Calderón (2000) estudaram a relação entre a qualidade institucional e a distribuição de renda. Segundo os autores, alta corrupção, rapidez na mudança das regras, ausência de direitos de propriedade e fraca aplicação das leis conduzem à aumento da incerteza. Isso representa um problema com a qualidade das instituições, ou seja, com as regras implícitas e explícitas de uma sociedade (Chong & Calderón, 2000; North, 1995). No estudo, Chong e Calderón (2000) utilizaram os dados do ICGR e do BERI para operacionalizar os conceitos institucionais. Anagnostopoulou (2017) utilizou o WGI para mensurar a qualidade institucional. Similarmente Chen e Chen (2018) ao estudarem os efeitos da qualidade institucional na probabilidade de inadimplência dos países, utilizaram o WGI como operacionalização da qualidade institucional. Lee e Chen (2016) verificaram os efeitos da qualidade institucional nas informações contábeis, sendo operacionalizado com o WGI. Martins e Barros (2018) ao estudar a relação entre a assimetria de informações no nível da firma com a qualidade institucional, utilizaram o WGI como forma de operacionalização. Zeng (2019) estudou a relação entre a elementos das matrizes institucionais e a evasão fiscal das empresas de 36 economias.

Dessa forma, verifica-se que o WGI fornece subsídios teóricos e empíricos para mensurar a qualidade da governança institucional das economias. Em alguns trabalhos, usa-se o WGI para medir a qualidade institucional, em outros para medir a governança institucional. Os próprios autores apontam que existe uma imprecisão para as definições de governança e qualidade institucional. No entanto, apesar dessa imprecisão conceitual é possível verificar que

o WGI está de acordo com a definição de matriz institucional de North (1995). Pois, as matrizes são formadas pelo conjunto de regras – instituições – da sociedade e o WGI mensura os inúmeros aspectos institucionais da sociedade.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Silveira (2002) governança corporativa é definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas. Como mecanismos internos destacam-se “atuação do conselho de administração, remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos” (Silveira, 2002). “Já como mecanismos externos, pode-se ressaltar a obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de um mercado de trabalho competitivo” (Silveira, 2002).

Tais mecanismos são evidenciados nos códigos de práticas de governança corporativa e são recomendados pelos agentes de mercado (Silveira, 2002). Segundo esse entendimento, Silveira (2002) aponta que empresas que seguem as práticas recomendadas pelos agentes reguladores, serão melhor avaliadas pelo mercado do que empresas com estrutura de governança não tão adequada.

Para Silveira (2006, p. 37) a discussão acerca da governança corporativa envolve “a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores”. Silva e Leal (2007, p. 22) define a governança corporativa como “mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”. Esses mecanismos estão relacionados as maneiras que as empresas adotam para evitar que os gestores tomem decisões oportunistas e expropiem a riqueza dos acionistas (Silveira, 2006). Tais mecanismos ou princípios são regras que visam minimizar os problemas de agência (Silva & Leal, 2007). Nesse entendimento Shleifer e Vishny (1997) apontam que “a governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de financiamento para as empresas se asseguram de obter retorno sobre seus investimentos”.

Segundo Saito e Silveira (2008) o trabalho de Berle e Means (1932) “The Modern Corporation and Private Property” é o marco inicial em Governança Corporativa (GC). No trabalho, os autores analisaram a composição acionária das grandes empresas norte-americanas e discutiram os custos e benefícios da separação entre propriedade e controle. Berle e Means (1932) verificaram que as corporações não eram administradas por seus donos, mas administradas por dirigentes profissionais. Com isso, lançaram luz sobre a necessidade de

compreender o funcionamento da relação entre os proprietários e gestores (Barros, 2012). “Os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas” (Saito & Silveira, 2008). O trabalho de Berle e Means (1932) aliado com a concepção da Teoria da Agência, defendida por Jensen e Meckling (1976), “são essenciais para compreender a origem da Governança Corporativa, visto que, a partir do conflito de interesses entre o principal e o agente, verifica-se a necessidade de se adotarem mecanismos que promovam o alinhamento de interesses entre essas partes” (Assunção, De Luca & Vasconcelos, 2017).

Para Becht, Bolton e Roel (2003) e Silveira (2010) sete fenômenos contribuíram para que, atualmente, o assunto acerca da Governança Corporativa (CG) se tornasse o principal foco de discussão da alta gestão no mundo. Esses fenômenos são: crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais; onda de aquisições hostis nos Estados Unidos nos anos 1980; onda de privatizações nos países europeus e em desenvolvimento; desregulamentação e integração global dos mercados de capitais; crises nos mercados emergentes no final do século XX; série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa; Crise Financeira global de 2008.

Após esses fenômenos, a governança corporativa tomou uma nova dimensão no cenário dos negócios (Nascimento & Reginato, 2008; Silva, Bonfim, Gonçalves & Niyama, 2018). Boas práticas de GC podem resultar em melhores decisões e controle da gestão e redução do custo de capital decorrente de maior confiança dos investidores (Silveira, 2010). No entanto, más práticas de governança resultam em destruição de valor aos investidores e *stakeholders* (Silveira, 2010).

Correia, Amaral e Louvet (2011) elencam os principais elementos da governança corporativa: Composição do Conselho de Administração; Estrutura de Propriedade e de Controle; Modalidade de Remuneração dos Dirigentes; Proteção dos Acionistas Minoritários e Transparência das Informações. Segundo Fiador (2013) uma das funções mais importantes da governança corporativa é garantir a qualidade das informações contábeis divulgadas ao mercado de capitais. Segundo Lopes (2002) a governança corporativa tem se apresentado como um importante fator de influência na contabilidade. Dalmácio, Lopes, Rezende e Neto (2013) descrevem que a governança corporativa confere relevância para os números contábeis e reduzem a assimetria de informação o que favorece as previsões e análises por parte dos analistas do mercado de capitais.

2.3 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Hendriksen e Breda (1999) apontam que existem muitas definições sobre relevância da informação contábil, no entanto, o IFRS assume a relevância como a capacidade que a informação possui em fazer a diferença em uma decisão. Essa diferença na decisão compreende informações que possuam valores preditivos (informações utilizadas pelos usuários para fazer previsões), confirmatórios (informações que fornecem *feedback* sobre avaliações anteriores) ou ambas. Para Lopes (2002, p. 7) o mercado financeiro “é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc”.

Nesse sentido, o valor preditivo da relevância da informação contábil ocorre quando as informações servem de insumo para os modelos de tomada de decisão dos investidores (Hendriksen & Breda, 1999). Os autores descrevem que a informação preditiva ocorre de quatro modos: i) Predição Direta: Oferecimento de previsões à administração, por exemplo fluxo de caixa projetado; ii) Predição Indireta: Fornecimento de dados passados, por exemplo fluxo de caixa passado; iii) Indicadores adiantados: Fornecimento de dados cujos movimentos precedem os movimentos dos objetos ou eventos sendo previstos; iv) Informação Comprobatória: Fornecimentos de dados contábeis que podem ser utilizados para predizer outras variáveis. Acerca da relevância confirmatória (*feedback*), os autores descrevem que a sua importância reside na capacidade de ajustamento das estratégias de investimentos dos investidores, a partir das informações financeiras divulgadas.

Nessa perspectiva, a relevância da informação ocorre com a relação entre a informação contábil e os preços negociados no mercado de ações, que é passível de investigação por meio de modelos estatísticos e econométricos (Lopes & Martins, 2007; Barth, Beaver & Landsman, 2001; Beisland, 2009). Ou seja, relevante é aquela informação mensurada com confiabilidade que é refletida nos preços das ações e resulta da avaliação da empresa por parte dos investidores (Barth, Beaver & Landsman, 2001).

Para verificar a relevância da informação contábil no mercado de capitais, vários estudos utilizam o modelo de Ohlson (1995). Segundo o modelo¹ o preço da ação² é função do lucro

¹ O modelo de Ohlson (1995) inclui o termo $(1+r_{it})/r_{it}$ como taxa de desconto do lucro. No entanto, Maydew (1993 *apud* Collins, Maydew & Weiss, 1997) conclui que as taxas de desconto entre as empresas não melhoram o poder explicativo do modelo.

² Ohlson (1995) utiliza o valor de mercado como variável dependente, no entanto, o autor descreve que pode ser utilizado o preço da ação. Nesse sentido, caso seja utilizado o valor de mercado como variável dependente, utiliza-se o patrimônio líquido e o lucro líquido como variáveis independentes, e, se utilizado o preço da ação, utiliza-se o valor patrimonial por ação e o lucro líquido por ação, como independentes.

líquido por ação e do patrimônio líquido por ação. Para Lopes (2009, p.128) o modelo “relaciona as duas métricas contábeis mais relevantes ao valor, de maneira consistente e parcimoniosa”. O autor aponta que “os preços são a soma dos fluxos de caixas futuros descontados a uma taxa ajustada ao risco apropriada (...) se os números contábeis estiverem relacionados a mudanças nos preços, eles provavelmente estarão relacionados à realidade econômica subjacente fundamental que os preços tentam descobrir”. Almeida (2010) aponta que a relevância da informação contábil é uma das características que mede o efeito das decisões econômicas dos agentes. Isso pode ser observado ao verificar que o valor contábil do patrimônio líquido reflete o valor presente dos ganhos futuros esperados (Collins, Pincus & Xie, 1999). Ou seja, o preço pode ser representado como sendo uma função linear do lucro e do patrimônio líquido (Ohlson, 1995).

No cenário atual, estudos apontam que a relevância da informação contábil tem apresentado alterações (Barth, Li & McClure, 2019; Mechelli & Cimini, 2018; Peixoto, 2018; Santos, Lemes & Barboza, 2019). Essas alterações ocorreram devido a adesão das IFRS, mudanças no cenário econômico, nas estruturas de governança e nas matrizes institucionais (Barth, Li & McClure, 2019; Mechelli & Cimini, 2018; Peixoto, 2018). Santos, Lemes e Barbosa (2019) apontam que o Lucro Líquido ganhou mais relevância, pois, com a adoção das IFRS o Lucro se aproximou da realidade econômica. No entanto, Barth, Li e McClure encontram evidências de que em setores de tecnologia o Lucro Líquido apresentou queda na relevância. Mechelli e Cimini (2018) evidenciam que a governança corporativa no nível da firma aumenta a relevância das informações contábeis e a relevância aumenta quando um país apresenta estruturas jurídicas de maior qualidade. Segundo Mechelli e Cimini (2018) o fato de a governança corporativa aumentar a relevância da informação contábil, dar-se-á pela relevância que os investidores atribuem para as empresas. Nessa mesma linha que Lopes (2002, p. 68) descreve “a relevância da informação emanada pela contabilidade não pode ser avaliada completamente sem a consideração dos mecanismos de governança corporativa”.

2.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO ENTRE MATRIZES INSTITUCIONAIS, GOVERNANÇA CORPORATIVA E RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

2.4.1 Matrizes Institucionais e Governança Corporativa

Aguilhera e Cuervo-Cazurra (2004) estudaram os códigos de governança corporativa de 49 países entre 1978 e 1999. Os autores utilizaram um conjunto de variáveis para capturar os

efeitos dos mecanismos institucionais dos códigos de governança corporativa. Os autores levantaram 72 códigos de governança nesse período. Como método, foi utilizado modelo *probit* e regressão *Poisson*. Um dos achados da pesquisa é que os códigos de GC tendem a ser mais desenvolvidos em países onde o sistema legal possui maior proteção aos acionistas. Além disso, é mais provável códigos de boa governança em países onde há forte liberdade do governo e forte presença de investidores estrangeiros institucionais. Outro achado importante, é que os países com sistema jurídico *commom-law* são mais propensos a desenvolverem melhorias nos seus códigos. Isso significa que a governança é vista não como um processo estático, mas sim como um processo dinâmico onde as práticas de GC são revisadas e aprimoradas conforme a realidade corporativa.

Ao redor do mundo, são encontradas diferentes práticas de governança corporativa, que visam estabelecer a confiança dos investidores. Segundo Khadaroo e Shaikh (2007) as práticas adotadas nos países devem estar alinhadas com as normas legais e com os objetivos socioeconômicos. A título de exemplo, o autor cita a governança corporativa do Reino Unido que é amplamente voluntária, enquanto que nos Estados Unidos é altamente regulamentada. Sob essa assertiva, os autores Khadaroo e Shaikh (2007) estudam, sob a ótica da Teoria Institucional, os tipos de pressões que moldam as práticas de governança corporativa das empresas na Malásia. O estudo utilizou uma abordagem qualitativa para identificar as instituições e seus respectivos papéis no desenvolvimento das práticas de governança. O papel de emissão e formulação das regras e regulamentos obrigatórios foram de responsabilidade das instituições reguladoras. Por outro lado, surgiram também códigos voluntários por parte de outras instituições que não possuem caráter regulador. Os resultados apontam que diferentes tipos de pressões (globais e locais) estão moldando as práticas de GC das empresas. As instituições reguladoras estão exercendo papel coercitivos e forçando as práticas de GC. Por fim, os autores apontam que a GC na Malásia estava passando por constantes evoluções e sendo moldada por pressões institucionais, sendo as instituições normativas (órgãos reguladores) e instituições originárias em setores profissionais.

Nessa mesma linha, Li e Harrison (2008) argumentam que os países apresentam estruturas de governança diferentes. Na Alemanha os conselhos de administração possuem duas camadas (gestão e supervisão), no Japão alta concentração de propriedade e no modelo Americano a presença de membros independentes. Essas são evidências da heterogeneidade da governança corporativa nos países, na medida que a competição global se intensifica, torna-se cada vez mais importante conhecer e entender essas estruturas (Li & Harrison, 2008). Nesse contexto, que os autores Li e Harrison (2008) defendem que as características socioculturais de

um país influenciam a estrutura de governança corporativa. Os autores utilizaram como base a Teoria Institucional aliada a Teoria da Agência para desenvolver as diversas hipóteses acerca do tamanho, estrutura e liderança dos conselhos de administração. O estudo verificou os efeitos da estrutura de propriedade e da cultura nacional na estrutura de governança corporativa. Os autores utilizaram uma amostra de 399 empresas de 15 países diferentes, distribuídos majoritariamente na “tríade” Japão, Europa Ocidental e América do Norte e 26 empresas em países não localizados nas regiões supracitadas. Como *proxy* para governança foi utilizado o tamanho do conselho (número de diretores no conselho) e a estrutura de liderança (variável *dummy* 1 se o presidente do conselho é também o CEO, 0 caso contrário). Para propriedade foi utilizado variável *dummy*, sendo 1 se um único acionista possuir 5% ou mais em ações da empresa, 0 caso contrário. Para as dimensões culturais, os autores utilizaram as dimensões de Hofstede (1980). Adicionalmente, foram inseridas variáveis de controle no nível da firma (ativo total, dívida e desempenho). Os resultados da pesquisa apontam que as dimensões de cultura nacional possuem efeitos significativos na estrutura de governança da firma. Os níveis de liberdade individual estão correlacionados com conselhos menores e estrutura de liderança consolidada. No entanto, a cultura de incerteza está relacionada com estruturas de liderança com separação entre a posição do CEO e do presidente do conselho. Essa última relação ocorre, pois segundo os autores, a alta incerteza significa falta de procedimentos estruturados para resolver os problemas. Dessa forma, o fato da presença do CEO ser diferente do presidente gera maior diversidade de liderança e maior capacidade de processamento de informações para o conselho.

Zattoni e Cuomo (2008) descrevem que as práticas de governança corporativa variam nas matrizes institucionais, refletindo diferenças culturais, de financiamento, estrutura de propriedade e sistema legal. A adoção de novas práticas dentro de um sistema é explicada sob duas vertentes: eficiência nos resultados e legitimação social (DiMaggio e Powell, 1983; Tolbert e Zucker, 1983; Strang e Macy, 2001). Para Zattoni e Cuomo (2008) em países com regime de direito civil, caso prevaleça a vertente de eficiência, serão desenvolvidos códigos com recomendações mais rigorosas. No entanto, se prevalecer a vertente de legitimação, serão desenvolvidos códigos com recomendações mais fracas. Para verificar tal assertiva, os autores levantaram vários códigos de governança corporativa de 60 países, no final de 2005, e os classificaram de acordo com a tradição legal dos respectivos países. Os principais resultados evidenciam que países com regime *civil law* adotam códigos de GC mais tarde e emitem menor número de códigos com declarações mais ambíguas. Nesses países, a emissão de códigos de GC é motivada mais por razões de legitimação do que por objetivos de melhorias. Outra

evidência encontrada pelos autores, diz respeito aos princípios dos códigos de GC. Os códigos emitidos por países *common law* contêm com mais frequência recomendações relacionadas aos conselhos de administração (separação entre presidente e CEO, diretoria do conselho e desempenho do conselho), enquanto que os códigos emitidos por países *civil law* cobram com mais frequências princípios relacionados aos direitos dos acionistas, papel dos funcionários e conflito de interesses. Segundo os autores, essas diferenças podem ser explicadas considerando as particularidades institucionais e da relação societária dos países.

Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012) verificaram a relação entre o ambiente institucional e as práticas de governança corporativa em 62 países. Para operacionalizar as variáveis, os autores utilizaram o *World Governance Index* (WGI) para capturar a ambiente institucional e o *Governance Metrics International* (GMI) para a governança. Utilizando testes de Equações Estruturais, os autores evidenciaram a relação entre as variáveis citadas. Dessa forma, mudanças nas práticas de governança corporativa podem ser ineficazes se essas mudanças não estiverem alinhadas com os valores e normas da cultura econômica social.

As práticas de GC são adotadas pelas empresas para aumentar sua legitimidade. Sob essa afirmação Reddy e Sharma (2014) estudam a adoção de práticas de governança corporativa nas empresas listadas na bolsa de valores do pacífico sul (SPSE) em Fiji. Segundo os autores, a justificativa para o estudo, reside no pressuposto da Teoria Institucional que “todos os atores sociais estão buscando legitimidade e/ou reinventar normas de legitimidade no ambiente institucional”. Ou seja, as organizações criam estruturas semelhantes, pensamentos e ações, conforme os ambientes que pertencem. Nesse sentido, as organizações estão em conformidade com as normas e tendências de seu campo organizacional a fim de obter legitimidade social, mesmo que isso não traga eficiência econômica (Reddy & Sharma, 2014). Os autores efetuaram regressões OLS para verificar a relação entre as práticas de GC com o desempenho das empresas. Para mensurar a governança foram utilizadas sete variáveis (proporção de ações detidas pelos membros do conselho de administração, proporção de ações detidas pelo acionista majoritário, proporção de ações detidas pelos 20 maiores acionistas, tamanho do conselho, proporção de diretores que não são executivos, proporção de diretoras no conselho, dummy para comitê de auditoria, *dummy* caso a empresa possua comitê de remuneração). Os principais resultados encontrados pelos autores apontam que os acionistas não controladores possuem poucas ações demonstrando um capital altamente concentrado, empresas não são pouco endividadas. Ainda segundo os achados, as empresas adotaram as práticas de governança para obter legitimidade.

Volonté (2015) analisou o efeito da cultura na governança corporativa de empresas da

Suíça no período de 2005 a 2009. Os autores utilizam duas variáveis para cultura: (1) Idioma – *dummy* de valor 1 caso a sede da empresa esteja na região suíço-francesa e 0 para demais regiões; (2) Religião – *dummy* que assume valor 1 para empresas localizadas em regiões Católica Romanas e 0 para demais. O estudo apontou que a governança é influenciada pela cultura. Uma particularidade da Suíça é a possibilidade de as empresas escolherem entre duas formas de conselhos: conselhos de uma ou duas camadas. O conselho de uma camada é um órgão corporativo que monitora a administração e o conselho de duas camadas consiste em um conselho de administração e um de supervisão. Nesse segundo exemplo, a gestão da empresa é feita por meio de um conselho, que por sua vez, é supervisionado por outro conselho. Dessa forma, existe uma diluição de poder e compartilhamento de tarefas e de responsabilidades. O estudo verificou que regiões suíço-alemãs possuem predominância de conselhos com estrutura em que o conselho supervisor é separado do conselho de administração. Isso não ocorre nas regiões suíço-francesa, que possuem estrutura de conselhos sem separação e com maior concentração. Assim, os conselheiros ao escolherem membros diretores escolhem aqueles que partilham os mesmos valores, resultando em um gerenciamento uniforme.

Humphries e Whelan (2017) verificaram a influência da cultura na governança corporativa em 55 países. Para operacionalizar a governança corporativa, os autores utilizaram dados disponíveis pelo *European Corporate Governance Institute (ECGI)* e para a variável cultura foi utilizado quatro dimensões culturais desenvolvida pelo *Hofstede Centre*. Os autores evidenciaram que a cultura nacional influencia a governança corporativa.

Quadro 2- Síntese dos resultados dos estudos empíricos

Autor	Ano	Objetivo	Principais resultados	Elemento da Matriz Institucional
Aguilhera & Cuervo-Cazurra	2004	O artigo examina os mecanismos que influenciaram a de governança corporativa ao redor do mundo.	Os códigos de GC tendem a ser mais desenvolvidos em países onde o sistema legal possui maior proteção aos acionistas. Além disso, é mais provável códigos de boa governança em países onde há forte liberdade do governo e forte presença de investidores estrangeiros institucionais.	Ambiente Legal, Tamanho dos mercados, Integração Econômica, Intervenção do Governo.
Khadaroo & Shaikh	2007	Estudar os tipos de pressões que moldam as práticas de governança corporativa das empresas na Malásia.	Os resultados apontam que diferentes tipos de pressões (globais e locais) estão moldando as práticas de GC das empresas. As instituições reguladoras estão exercendo papel coercitivos e forçando as práticas de GC.	Ambiente Legal.
Li & Harrison	2008	Verificar os efeitos da estrutura de propriedade e da cultura nacional na estrutura de governança	Os resultados da pesquisa apontam que as dimensões de cultura nacional tem efeitos significativos na estrutura de governança da firma. Os níveis de liberdade	Cultura, Ambiente Legal.

		corporativa em 15 países.	individual estão correlacionados com conselhos menores e estrutura de liderança consolidada	
Zattoni & Cuomo	2008	O estudo investigou as razões por trás da adoção dos códigos de governança corporativa nos países civil law.	Os principais resultados evidenciam que países com regime civil law adotam códigos de GC mais tarde e emitem menor número de códigos com declarações mais ambíguas. Segundo os autores, essas diferenças podem ser explicadas considerando as particularidades institucionais e da relação societária dos países.	Regulação, Ambiente Legal,
Daniel, Cieslewicz & Pourjalali	2012	Verificar a relação entre as matrizes institucionais e as práticas de governança corporativa em 62 países.	Os autores evidenciaram a relação entre as variáveis do WGI com a governança corporativa. Dessa forma, mudanças nas práticas de governança corporativa podem ser ineficazes se essas mudanças não estiverem alinhadas com os valores e normas da cultura econômica social.	Regulação, Corrupção, Ambiente Legal, Divulgação de Informações, Eficiência do Governo.
Reddy & Sharma	2014	Analisar a adoção de práticas de governança corporativa a partir de elementos institucionais.	Os principais resultados encontrados apontam que os acionistas não controladores possuem poucas ações demonstrando um capital altamente concentrado, empresas não são pouco endividadas. Ainda segundo os achados, as empresas adotaram as práticas de governança para obter legitimidade	Ambiente legal.
Volonté	2015	Analisar o efeito da cultura na governança corporativa de empresas Suíças	O estudo verificou que regiões suíço-alemãs possuem predominância de conselhos com estrutura em que o conselho supervisor é separado do conselho de administração. Isso não ocorre nas regiões suíço-francesa, que possuem estrutura de conselhos sem separação e com maior concentração.	Cultura, Idioma, Religião.
Humphries & Whelan	2017	Verificar a influência da cultura na governança corporativa em 55 países	Os autores evidenciaram que a cultura nacional influencia a governança corporativa.	Cultura

Fonte: Autores (2020)

2.4.2 Governança Corporativa e Relevância das Informações Contábeis

Habib e Azim (2008) verificaram a relação entre a governança corporativa e relevância das informações contábeis na Austrália. Utilizando um conjunto de variáveis associadas a governança corporativa, os autores extraíram três fatores, por meio da extração de componentes principais. Os componentes extraídos foram: Estrutura, Independência e Qualidade de Auditoria. Com uma amostra de 500 empresas no período de 2001 a 2003. Por meio do modelo de Ohlson (1995) os autores evidenciaram um R^2 de 0,74 e as variáveis de Estrutura e Independência foram significativas quando testadas com efeito interativo com o lucro líquido.

Os resultados da pesquisa evidenciaram que a governança corporativa influencia positivamente a relevância das informações contábeis das empresas australianas.

Berthelot e Morris (2008) examinaram se os rankings de GC divulgados pelo “The Globe and Mail” (Jornal Canadense) influencia no valor das empresas e nas informações contábeis das empresas do Canadá. Os autores utilizaram o modelo de Ohlson (1995) e com uma amostra de 289 empresas para o período de 2002 à 2005. Os resultados evidenciaram um R^2 de 0,64, sendo que as variáveis de governança utilizadas (composição do conselho, remuneração do CEO e direitos dos acionistas) foram todas significativas à 1%. Segundo os autores, os investidores consideram a dimensão da governança corporativa na avaliação das ações e a governança corporativa melhora as informações contábeis.

Jamaluddin, Mastuki e Ahmad (2009) verificaram a relevância da governança corporativa na relevância das informações contábeis na Malásia, entre 1999 e 2001. Os autores utilizaram o modelo de Ohlson (1995) para mensurar a relevância das informações contábeis. No período estudado, houve a implantação dos códigos de práticas de governança corporativa no país. Apesar dos autores evidenciarem a relação entre as variáveis do patrimônio líquido e do lucro líquido, a variável (dummy) para o período da implantação da governança corporativa foi insignificante, com um R^2 de 0,25. Os autores descrevem, que no país, esse resultado pode ser explicado pelo fato das empresas já terem adotado as práticas de forma voluntária antes mesmos da norma entrar em vigor. Mais tarde Morris e Pham (2011) encontram os mesmos resultados.

No Brasil, o sistema financeiro é voltado para os bancos, o mercado de ações não é tão desenvolvido, a estrutura de propriedade é altamente concentrada (Lopes, 2009). Segundo o autor, esses são motivadores para estudar a relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis no Brasil. O autor desenvolveu um Índice de Governança Corporativa para as empresas brasileiras e utilizou o modelo de Ohlson (1995) para relevância. O autor estudou o período de 1998 à 2004 e os resultados evidenciaram um R^2 de 0,50. Os resultados apontam que o índice de governança aumentou a relevância das informações contábeis e as empresas que tiveram melhor qualificação no índice apresentaram um R^2 de 0,77. Adicionalmente, o autor evidenciou que os direitos dos acionistas apresentaram relação alta, demonstrando que as empresas em ambiente de baixa proteção aos investidores, reportarão relatórios mais informativos.

Fiador (2013) estudou como os mecanismos internos de governança afetaram a relevância das informações contábeis. Utilizando o modelo de Ohlson (1995) o autor analisou as empresas não financeiras listadas na Ghana Stock Exchange entre 1997 e 2006 e utilizou três

variáveis de mecanismos internos de governança: (1) composição do conselho – percentual de membros externos no conselho; (2) tamanho do conselho – número de membros que constituem o conselho; (3) variável *dummy* para se o CEO é presidente do conselho. O modelo de regressão, quando considerando os efeitos isolados, apontou relação significativa somente para a variável Tamanho do Conselho. No entanto, quando utilizadas as variáveis de governança com efeito interativo com o lucro e com o patrimônio líquido, as mesmas foram estatisticamente significativas, com exceção da interação entre composição do conselho e patrimônio líquido.

Malik e Shah (2013) examinaram a relevância das informações contábeis e a governança corporativa das empresas listadas na Karachi Stock Exchange entre 2000 e 2011. Os autores utilizaram como métricas de governança: (1) concentração de propriedade – total de ações detidas pelos 10 maiores acionistas dividida pelo número total de ações; (2) *manageral Ownership* – total de ações detida pelo conselho dividida pelo número total de ações; (3) Independência do conselho – número de conselheiros independentes dividido pelo número total de conselheiros e (4) Independência do conselho de auditoria – número de membros independentes dividido pelo número total de membros do comitê de auditoria. A partir dessas variáveis, os autores construíram um *score* de qualidade de governança corporativa. O resultado da regressão apontou para valores estatisticamente significativos, indicando que as práticas de governança aumentam o valor das ações e das riquezas dos acionistas.

Balagobei (2018) verificou a relação entre a governança corporativa e *value relevance* dos hotéis listados na Colombo Stock Exchange. Vinte companhias foram analisadas entre 2012 e 2016. O autor utilizou para operacionalizar a governança corporativa as seguintes variáveis: (1) Tamanho do conselho – número de diretores no conselho; (2) Independência do conselho – Número de diretores independentes dividido pelo número total de diretores; (3) estrutura acionária – número de ações detidas pelos diretores dividida pelo número total de ações. A variável (1) não apresentou significância, no entanto a variável (2) foi significativa e com o coeficiente negativo e a variável (3) foi significante com o coeficiente positivo. Dessa forma, os resultados indicam que maior governança aumenta a relevância das informações contábeis.

Tshipa, Brummm, Wolmarans e Toit (2018) investigaram o impacto da governança corporativa no *value relevance* de 186 empresas listadas na Johannesburg Stock Exchange entre 2002 e 2014. Os autores utilizaram como variáveis: (1) Tamanho do conselho – número total de diretores no conselho; (2) Independência do Conselho – proporção de conselheiros independentes; (4) Comitê de Conselho – *dummy* com valor 1 caso a empresa tiver comitês de nomeação, remuneração e auditoria; (5) Atividade do Conselho – número de vezes que o conselho se reúne em um exercício financeiro; (6) Diversidade do Conselho – percentual de

mulheres não brancas no conselho; (7) Estrutura de Liderança – variável *dummy* que assume valor 1 caso o CEO e o presidente do conselho são pessoas diferentes, caso contrário 0; (8) Conselho Escalonado – variável *dummy* que assume valor de 1 se o conselho troca os membros a cada três anos, caso contrário 0. Os resultados da pesquisa apontaram significância nas variáveis de governança corporativa. O Lucro Por Ação tornou-se mais relevante na presença de mecanismos de governança quando comparado com o LPA sem a presença de mecanismos de governança. O quadro 03 apresenta uma síntese dos estudos acima pesquisados.

Quadro 3- Síntese dos estudos sobre a relação entre a Governança Corporativa e Relevância das Informações Contábeis

Autor	Ano	Objetivo	Principais resultados	País
Habib & Azim	2008	Verificar a relação entre a governança corporativa e relevância das informações contábeis na Austrália	A governança corporativa influencia positivamente a relevância das informações contábeis das empresas australianas.	Austrália
Berthelot & Morris	2008	Examinar se os rankings de GC divulgados pelo “ <i>The Globe and Mail</i> ” (Jornal Canadense) influencia no valor das empresas e nas informações contábeis das empresas do Canadá.	Os investidores consideram a dimensão da governança corporativa na avaliação das ações e que a governança corporativa melhora as informações contábeis.	Canadá
Jamaluddin, Mastuki & Ahmad	2009	Verificar a relevância da governança corporativa na relevância das informações contábeis na Malásia.	Apesar dos autores evidenciarem a relação entre a as variáveis do patrimônio líquido e do lucro líquido, a variável (<i>dummy</i>) para o período da implantação da governança corporativa não foi significante.	Malásia
Lopes	2009	Verificar a relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis no Brasil.	Os resultados evidenciaram que o índice de governança aumenta a relevância das informações contábeis	Brasil
Fiador	2013	Verificar como os mecanismos internos de governança afetam a relevância das informações contábeis.	As variáveis de governança com efeito interativo com o lucro e com o patrimônio líquido foram estatisticamente significativas.	Gana
Malik & Shah	2013	Examinar a relevância das informações contábeis e a governança corporativa das empresas listadas na Karachi Stock Exchange entre 2000 e 2011.	Os resultados da apontaram para valores estatisticamente significativos, indicando que as práticas de governança aumentam o valor das ações e das riquezas dos acionistas.	Karachi

Balagobei	2018	Verificar a relação entre a governança corporativa e <i>value relevance</i> dos hotéis listados na Colombo Stock Exchange.	Os resultados da pesquisa apontaram significância nas variáveis de governança corporativa. O Lucro Por Ação tornou-se mais relevante na presença de mecanismos de governança quando comparado com o LPA sem a presença de mecanismos de governança	Colombo
-----------	------	--	--	---------

Fonte: Autores (2020).

3. METODOLOGIA

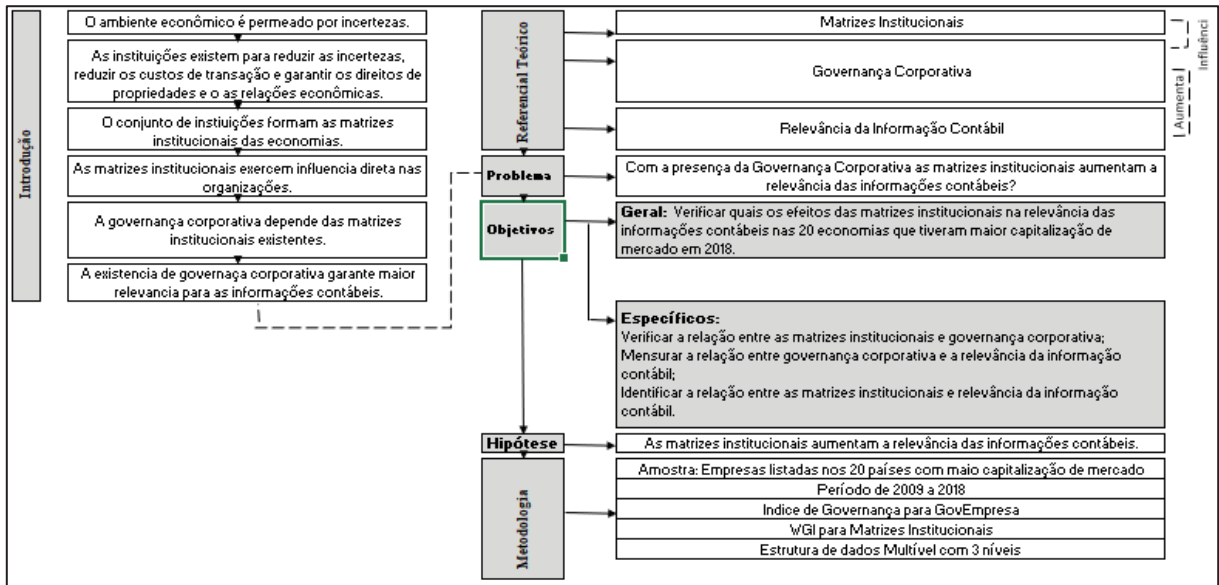
Martins e Theóphilo (2009, p. 37) afirmam “o objetivo da metodologia é o aperfeiçoamento dos procedimentos e critérios utilizados na pesquisa”. Nesse entendimento, os autores descrevem que o método é o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo. A metodologia é também um instrumento para o cientista social e condição necessária para a competência científica (Demo, 1995). Seus aspectos enquanto pesquisa significam “a produção crítica e autocrítica de caminhos alternativos, bem como a inquirição sobre os caminhos vigentes e passados” (Demo, 1995, p. 59). Nesse sentido, o presente tópico apresenta os delineamentos metodológicos que serão utilizados para desenvolver o presente estudo.

3.2 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

A definição de pesquisa é entendida como a primeira classificação a ser realizada, aqui entendida como uma pesquisa descritiva com o objetivo de aumentar o entendimento acerca do fenômeno estudado. Descritivo “consiste em descrever situações, acontecimentos e feitos, isto é, dizer como é e como se manifesta determinado fenômeno” (Sampieri, Collado & Lucio, 2006, p. 100). A definição do enfoque a ser adotado, podendo ser enfoque quantitativo ou qualitativo (Sampieri, Collado & Lucio, 2006, p. 154). As pesquisas científicas não são em sua totalidade com apenas um enfoque, não existem pesquisas exclusivamente qualitativas ou quantitativas (Martins & Theóphilo, 2009), entretanto, adota-se aquele que se expressa majoritariamente. No presente estudo, adota-se o enfoque quantitativo.

A figura 1 evidencia a estrutura da presente pesquisa.

Figura 1- Estrutura da Pesquisa



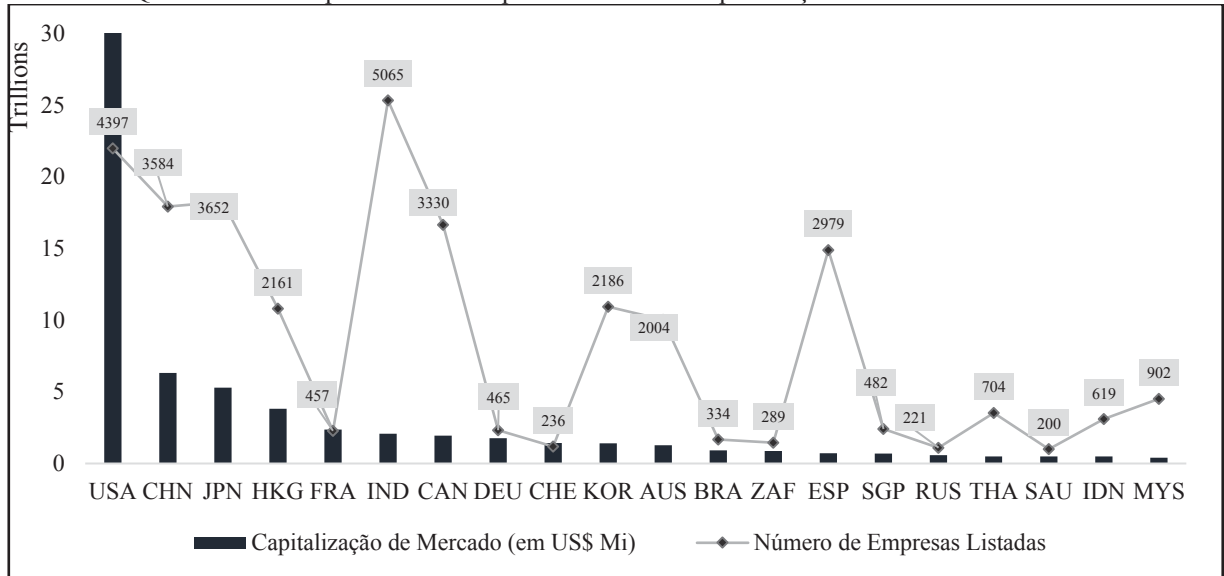
Fonte: Autores (2020)

3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

As bolsas de valores são locais onde se negociam ações de empresas com capital aberto e outros valores mobiliários e fazem parte do mercado de capitais. Segundo Motta (2001, p. 4) os mercados de capitais “aumentam as alternativas de financiamento do investimento, bem como reduz-se seu custo, o que, de forma combinada, significa mais crescimento efetivo” e “eleva-se a competitividade da economia como um todo”. Estudos no âmbito internacional evidenciam que o desenvolvimento do mercado de capitais tem uma relação positiva com o desenvolvimento econômico (Tsurushima, 2006; Masound, 2013; Al-Qudah, 2014; Mazumder, 2015).

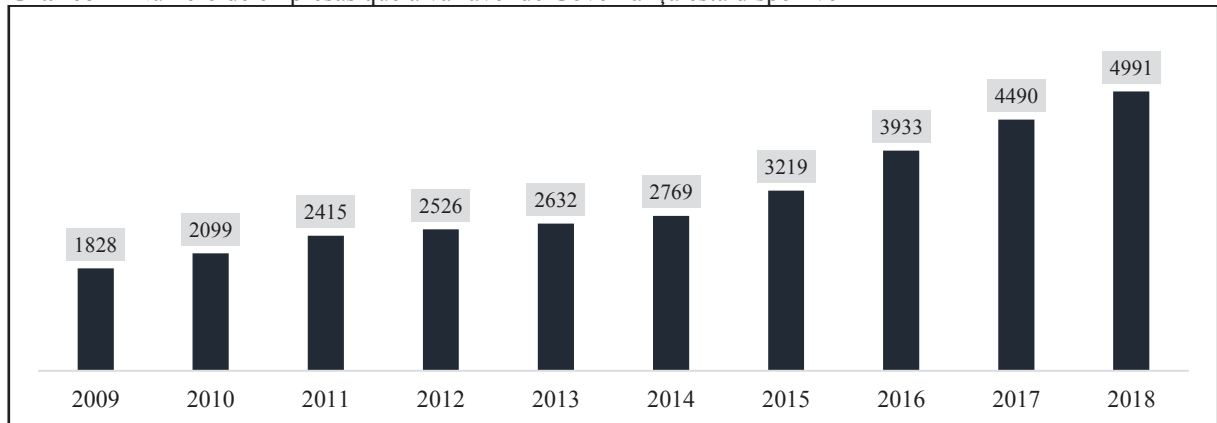
O Banco Mundial disponibiliza dados de 216 países, de 1960 a 2018. No entanto, em 2018, período com maior número de países, apenas 65 países têm disponível a informação sobre capitalização de mercado das bolsas de valores. O total da capitalização desses países é de US\$ 67 trilhões e, em 2018, tinham 41.417 empresas listadas. No entanto, alguns países **possuem** poucas empresas que não possuem dados disponíveis, ou os dados são incompletos. Dessa forma, optou-se por utilizar os vinte países com maior capitalização de mercado em 2018.

Em seguida, foi verificado quais empresas possuem a variável de Governança do Índice *Environmental Social and Corporate Governance* (ESG). A partir dessa seleção, foi definido a população desse estudo. As empresas que possuem a variável de governança e são listadas nas bolsas de valores dos vinte países com maior capitalização de mercado em 2018. O gráfico 1 apresenta os países e a quantidade de empresas listadas, segundo dados do Banco Mundial.

Gráfico 1- Quantidade de empresas nos vinte países com maior capitalização de mercado

Fonte: Banco Mundial (2019)

Os dados de governança foram coletados na base de dados Refinitiv no terceiro trimestre de 2019. O gráfico 2, mostra o número de empresas para o qual tem-se disponível a variável de governança corporativa.

Gráfico 2- Número de empresas que a variável de Governança está disponível

Fonte: Refinitiv (2019)

No entanto, quando se analisa os anos anteriores, nem todas as empresas essas informações estão disponíveis. Todavia, quanto mais aumenta-se a janela, menor são as observações disponíveis. Fato esse que tornaria a amostra menor e comprometeria testes comparativos entre países. Exemplo disso, é para a Tailândia que apenas 5 empresas estavam disponíveis e na Indonésia apenas 7 empresas, em 2009. Por exemplo, no Brasil houve aumento de 405% de empresas abrangidas entre 2009 e 2018. No total da amostra houve um aumento de

173% de empresas para o qual a variável estava disponível. Khan (2019) lidou com essa limitação ao estudar a governança ao redor do mundo. Para solucionar a questão, o autor limitou-se a utilizar o período de 2009 a 2017. Ou seja, a disponibilidade de dados é uma restrição vinculativa (Khan, 2019). Nesse sentido, devido a essa restrição dos dados (Khan, 2019) optou-se por utilizar dados desde 2010 a 2018 para todas as empresas listadas, que possuem a variável de governança, nos 20 países que tiveram maior capitalização de mercado. Esses países juntos representam US\$ 63 trilhões, cerca de 94,4% do total da capitalização mundial, conforme tabela 1.

Tabela 1- Países com maiores capitalização de mercado

País	Capitalização de Mercado		Empresas Listadas		Empresas com variável de Governança	
	US\$ Milhões	%	Qnt	%	Qnt	%
Austrália	1.262.800.270.000,00	2%	2004	6%	374	7%
Brasil	916.824.390.000,00	1%	334	1%	91	2%
Canadá	1.937.902.710.000,00	3%	3330	10%	307	6%
China	6.324.879.760.000,00	10%	3584	10%	398	8%
França	2.365.950.236.659,36	4%	457	1%	142	3%
Alemanha	1.755.172.790.000,00	3%	465	1%	166	3%
Hong Kong	3.819.215.400.000,00	6%	2161	6%	131	2%
Índia	2.083.482.760.000,00	3%	5065	15%	114	2%
Indonésia	486.765.920.000,00	1%	619	2%	42	1%
Japão	5.296.811.100.000,00	8%	3652	11%	441	8%
Korea	1.413.716.510.000,00	2%	2186	6%	129	2%
Malásia	398.018.700.000,00	1%	902	3%	61	1%
Rússia	576.116.340.000,00	1%	221	1%	45	1%
Arábia Saudita	496.353.180.000,00	1%	200	1%	24	0%
Singapura	687.257.160.000,00	1%	482	1%	44	1%
África do Sul	865.327.650.000,00	1%	289	1%	123	2%
Espanha	723.690.970.000,00	1%	2979	9%	64	1%
Suíça	1.441.160.470.000,00	2%	236	1%	118	2%
Tailândia	500.741.030.000,00	1%	704	2%	42	1%
EUA	30.436.313.050.000,00	48%	4397	13%	2417	46%
Total	63.788.500.396.659,40	100%	34267	100%	5273	100%

Fonte: Banco Mundial (2019), Refinitiv (2019)

A tabela 1 apresenta a capitalização de mercado total por país, o total de empresas listadas, o total de empresas que possuem a variável de governança corporativa e seus respectivos percentuais. Pode-se verificar que os dois países com maiores capitalizações de mercado foram os Estados Unidos e a China, respectivamente. Os países com maior número de empresas listadas é a Índia com 5065 empresas (15%) e em seguida os Estados Unidos com 4397 empresas (13%). Desse total de empresas, os países que apresentam maior quantidade de empresas com a variável de governança corporativa são Estados Unidos com 2417 empresas (46%) e o Japão com 441 empresas (8%). A partir da amostra, que compreende as empresas

que possuem a variável de governança, foram excluídas as empresas que não possuem dados disponíveis para no mínimo cinco anos, semelhante a Fich e Shivdasani (2006), Barth, Landsman e Lang (2008).

Tabela 2- Amostra da pesquisa

(=) Total de Empresas com variável de Governança	5273
(-) Empresas com dados disponíveis inferiores a 5 anos	2521
(-) Empresas sem informações sobre Ativo, Receita e PL negativo	210
(=) Amostra Final	2542

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Do total de 5.273 empresas listadas que possuem a variável de governança corporativa e são listadas nas bolsas de valores dos 20 países com maior capitalização de mercado, foram excluídas 2731 empresas, o que corresponde à 52% do total. As exclusões foram necessárias devido à indisponibilidade de dados ou informações faltantes. Dessa forma, a amostra final foi composta de 2.542 empresas. Os dados foram extraídos da base de dados da Refinitiv, Banco Mundial e Unccat, conforme descrição realizada no quadro 6.

3.4 VARIÁVEIS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS

Nesse tópico, são apresentados as definições operacionais das variáveis, ou seja, as atividades realizadas para mensurar as variáveis estudadas nesse trabalho (Sampieri, Collado & Lucio, 2006, p. 143).

3.4.1 Relevância de Informação Contábil - Value Relevance

Usualmente, os estudos acerca da influência da governança corporativa sobre a relevância das informações contábeis utilizam o modelo de Ohlson (1995) (Habib & Azim, 2008; Lopes, 2009; Jamaluddin, Mastuki & Ahmad, 2009; Fiador, 2013; Malik & Shah, 2013). No entanto, o modelo utilizado nas pesquisas, difere ligeiramente do modelo originalmente proposto por Ohlson (1995). Segundo o modelo original, seu objetivo é fornecer um instrumento de avaliação que contém as informações contábeis e também outras informações. Segundo Ohlson (1995), o Patrimônio Líquido e o Lucro Líquido são informações atuais e podem existir informações futuras que estão em oposição com os resultados atuais, ou seja, as informações contábeis incorporam alguns eventos relevantes ao valor da empresa somente após algum tempo. Dessa forma, as informações contábeis contidas no modelo não são os

indicadores completos de valor da empresa, no entanto, são o núcleo da avaliação (Ohlson, 1995).

O modelo básico de Ohlson (1995) utiliza as variáveis Preço da Ação, Patrimônio Líquido e Lucro Líquido. A escolha do preço, se justifica por entender que os preços das ações são a soma dos fluxos de caixas futuros descontados a uma taxa de risco. Assim, caso os números contábeis estejam relacionados às mudanças nos preços significa que os preços estão relacionados a realidade econômica básica da empresa e os números contábeis são mais informativos (Lopes, 2009). Nesse quadro, números contábeis mais informativos são números que melhor refletem os fundamentos econômicos subjacentes (Lopes, 2009). Caso esses números forem mais relevantes com a presença das matrizes institucionais, provavelmente haverá significância nos coeficientes das regressões e como consequência aumento no R^2 da regressão (Collins, 1997; Barth, Landsman & Lang, 2001; Lopes, 2009; Filip & Raffounier, 2010; Barth, Li & McClure, 2019). Ou seja, um R^2 alto significa maior capacidade informativa nos números contábeis (Lopes, 2009). O modelo 1 apresenta a notação econométrica da equação utilizada nas pesquisas supracitadas para capturar a relevância da informação contábil.

$$P_{it} = a + \beta_1 PLA_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

P_{it} : Preço da ação na data t

PLA_{it} : Patrimônio Líquido por ação no final do exercício fiscal t

LPA_{it} : Lucro Líquido por ação no final do exercício fiscal t

Nesse estudo, foi utilizado as três variáveis centrais, o Preço da Ação como variável dependente e o Lucro por Ação (LPA) e Valor Patrimonial por Ação (VPA) como variáveis dependentes. No entanto, a notação econométrica do modelo da presente pesquisa, difere do modelo 1. Isso porque, nesse estudo, foi utilizado a modelagem hierárquica linear de três níveis com medidas repetidas (HLM3) que possui notações diferentes. Para a variável Preço da Ação, optou-se por utilizar o Preço da Ação três meses após o ano fiscal, em linha com Habib e Azim (2008), Mechelli e Cimini (2018).

3.4.2 Variáveis Independentes

3.4.2.1 Governança Corporativa

A literatura apresenta diferentes métricas para mensurar a governança corporativa (Habib & Azim, 2008; Morellec, Nikolov & Schürhoff, 2012; Fiador, 2013; Malik & Shah, 2013; Balagobei, 2018; Tshipa, Brumm, Wolmarans & Toit, 2018). Em outros estudos, são criados índices para quantificar a governança corporativa (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2005; Correia, Amaral & Louvet, 2011). No entanto, em estudos *cross-country* usualmente são utilizadas fontes diferentes de dados maiores para obter amostra maior, alguns exemplos das bases utilizadas podem ser: *Governance Metrics Internatiol (GMI)*, *European Corporate Goverancen Institute (ECGI)*, *FactSet*, *Anti-Director Rigts Index (ADRI)*, *Anti-Silf-Dealing Index (ASDI)* e *Enviromental Social Governance (ESG)* (Ferreira & Matos, 2008; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012, Humphries & Whelan, 2017; Homanen & Liang, 2018). Apesar do ESG ser um índice, alguns pesquisadores evidenciam que as variáveis podem ser utilizadas individualmente, não sendo necessário utilizar o índice completo (Fauver & MacDonald, 2015; Ahlklo & Lind, 2019). No presente artigo, foi utilizada a variável de Governança do ESG, devido sua ampla cobertura a nível mundial de países e empresas (Fauver & MacDonald, 2015; Homanem & Liang, 2018; Ahlklo & Lind, 2019). O quadro 4 apresenta as dimensões da governança segundo a variável.

Quadro 4- Definições de Governança

Escore	Definição
Gestão	Mede o comprometimento e a eficácia de uma empresa em seguir os princípios de governança corporativa das melhores práticas.
Acionistas	Mensura a eficácia de uma empresa em relação à igualdade de tratamento dos acionistas e ao uso de dispositivos anti-controle.
Estratégia de Responsabilidade Social Corporativa	Reflete as práticas de uma empresa para comunicar que integra as dimensões econômica (financeira), social e ambiental em seus processos diários de tomada de decisão.

Fonte: Refinitiv (2019)

Os dados são coletados em fontes públicas como os relatórios financeiros, site institucional e agências de notícias e os valores dentro de cada item, são variáveis *dummy* onde 1- Sim e 0 – Não (Fauver & MacDonald, 2015). A fórmula 2 apresenta a maneira de calcular o score de governança.

$$Score = \frac{NPV + \frac{NCMV}{2}}{NC1V} \quad (2)$$

Em que:

NPV: Número de companhias com o pior valor
NCMV: Número de companhias com o mesmo valor
NCIV: Número de companhias com um valor

3.4.1.2 Matrizes Institucionais

O Banco Mundial divulga anualmente um conjunto de Indicadores de Governança Mundial (Worldwide Governance Index - WGI) que são um conjunto de dados que resume as visões sobre a qualidade da governança oferecida por um grande número de empresas, cidadãos e especialistas em diversas pesquisas nos países ao redor do mundo. Esses dados são coletados em 31 fontes de pesquisa diferentes de vários institutos de pesquisa, organizações não-governamentais, organizações internacionais e empresas do setor privado (Kaufmann, Kraay & Mastruzzi, 2011).

Segundo Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2011), idealizadores do WGI, a governança é entendida como:

Tradições e instituições pelas quais a autoridade de um país é exercida. Isso inclui (a) o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos; (b) a capacidade do governo de formular e implementar efetivamente políticas sólidas; e (c) o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que governam as interações econômicas e sociais entre eles.

A partir dessa definição, os autores construíram três constructos com duas medidas operacionais cada, resultando em seis medidas operacionais de governança, conforme o quadro 5.

Quadro 5- Variáveis WGI

Constructo	Definição
(a)	1 - Voz e Responsabilidade: representa as percepções dos cidadãos na participação da seleção de seus representantes, bem como liberdade de expressão, liberdade de associação e mídia livre;
	2 – Estabilidade Política e Ausência de Violência: medem as percepções da probabilidade de instabilidade política e / ou violência politicamente motivada, incluindo o terrorismo;
(b)	3 – Eficácia do Governo: captura percepções sobre a qualidade dos serviços públicos, a qualidade do serviço público e o grau de independência de pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas e a credibilidade do compromisso do governo com essas políticas
	4 – Qualidade Regulatória: captura percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentos sólidos que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado

(c)	5 – Estado de Direito: capta percepções de até que ponto os agentes confiam e cumprem as regras da sociedade e, em particular, a qualidade da execução do contrato, direitos de propriedade, polícia e tribunais, bem como a probabilidade de crime e violência;
	6 – Controle da Corrupção: captura percepções de até que ponto o poder público é exercido para fins privados, incluindo formas pequenas e grandes de corrupção, bem como a "captura" do Estado pelas elites e pelos interesses privados.

Fonte: Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2011).

Esse índice é divulgado desde 1996 e cobre mais de 200 países. Vários artigos utilizaram o WGI como proxy de elementos das matrizes institucionais (Amavilah, 2009; Van Ryzin, 2011; Campbel, 2013; Huang, Humphery-Jenner & Powell, 2016; Nagaraj & Zhang, 2019). Apesar de existirem algumas críticas acerca da utilização desses indicadores (Bersch & Botero, 2014), ele é a proxy mais indicada para mensurar a governança, devido a quantidade de indicadores utilizados, grande número de países que possuem dados disponíveis e também pela série histórica de dados disponíveis (Van Ryzin, 2011; Nagaraj & Zhang, 2019).

3.4.1.3 Variáveis de Controle

Na medida em que as empresas estão expostas ao ambiente macroeconômico, os fatores externos afetam de forma diferenciada as operações das companhias, como resultado, isso influencia na avaliação que o mercado financeiro faz dos negócios (Carvalho, Roma, Araújo & Oliveira, 2013). Segundo Paredes e Oliveira (2017) verificar a influência dos fatores macroeconômicos se mostra importante, tendo em vista que a análise agregada fornecida pela economia impacta os investimentos e como consequência os preços das ações. Com isso, o presente estudo utilizou três variáveis de controle em linha com os estudos anteriores que verificaram a influência dos fatores macroeconômicos nas empresas.

- i) **Produto Interno Bruto (PIB):** Essa variável mensura a o nível de atividade econômica de um país e como o seu crescimento aumenta o valor adicionado dos bens resultando em maior lucratividade e aumento dos preços (Paredes & Oliveira, 2017). Na mesma linha de Carvalho, Roma, Araújo e Oliveira (2013) e Paredes e Oliveira (2017) se espera sinal positivo para essa variável.
- ii) **Risco País:** O Risco País é um risco exógeno que incorpora fatores que afetam as expectativas de risco dos investidores (Rogers & Ribeiro, 2004; Robu, Carp, Istrate, Popescu & Robu, 2016). Por sua vez, esse risco desempenha um papel importante na atração de investimentos (Zheng, 2009) e as empresas possuem exposição diferentes ao risco país, de acordo com o segmento e suas operações (Damodaram, 2003; Robu Carp,

Istrate, Popescu & Robu, 2016). Dessa forma, espera-se que em países com menores riscos, as empresas apresentem informações mais relevantes (Robu et al, Zheng, 2009).

- iii) **Investimento Estrangeiro Direto:** Batten e Vo (2009) encontram relação entre o fluxo de investimento com variáveis associadas a matriz institucional. Zheng (2009) encontra relações similares e também sobre o tamanho dos mercados. Assim, para essa variável espera-se uma relação positiva.

Adicionalmente, foi utilizado as variáveis Ativo Total e Receita Total como variáveis de controle, em linha com estudos anteriores (Habib & Azim, 2008). O quadro 6 apresenta o resumo das variáveis, seus respectivos sinais esperados e a fonte de coleta utilizadas no presente estudo. Cabe salientar que a moeda base que foi utilizado no presente estudo foi em dólar.

Quadro 6-Variáveis Utilizados no Estudo

Variável	Sigla	Sinal Esperado	Autor	Fonte
<i>Dependente</i>				
Preço da Ação	P			Thomson Reuters
<i>Independente</i>				
Lucro Líquido Por Ação	LPA	+/-	Peixoto, 2018; Barth, Li & McClure, 2019	Thomson Reuters
Patrimônio Líquido Por Ação	PLA	+/-	Peixoto, 2018; Barth, Li & McClure, 2019	Thomson Reuters
Governança Corporativa	GOV_CIA	+	Habib & Azim, 2008; Fiador, 2010; Mechelli & Cimini, 2018; Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004; Reddy & Sharma, 2014; Berthelot & Morris, 2008; Lopes, 2009; Fiador, 2013; Malik & Shah, 2013;	Thomson Reuters
Voz e Responsabilização	VA	+	Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012; Volonté, 2015;	World Bank
Estabilidade Política	PS	+	Li & Harrison, 2008; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012;	World Bank
Eficácia do Governo	GE	+	Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012;	World Bank
Qualidade Regulatória	RQ	+	Mechelli & Cimini, 2018; Khadaroo & Shaikh, 2007; Zattoni & Cuomo, 2008; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012;	World Bank
Controle da Corrupção	CC	+	Mechelli & Cimini, 2018; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012;	World Bank

Estado de Direito	RL	+	Mechelli & Cimini, 2018; Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012;	World Bank
<i>Controle</i>				
Ativo Total	ATIVO	+/-	Habib & Azim, 2008	Thomson Reuters
Receita Total	RECEITA	+/-	Habib & Azim, 2008	Thomson Reuters
Investimento Estrangeiro Direto	FDI	+/-	Batten & Vo, 2009; Zheng, 2009	Unctad
Produto Interno Bruto	PIB	+/-	Paredes & Oliveira, 2017; Carvalho et al 2013	Unctad
Risco País	CDS	+/-	Robu et al., 2016; Zheng, 2009	Unctad

Fonte: Autores (2020).

3.5 HIPÓTESE DE TESTE

A literatura pesquisada no item 2.4.1 aponta que a governança corporativa está positivamente relacionada com os elementos das matrizes institucionais dos países. São as regras e normas, escritas e não escritas adotadas pela sociedade que influenciam a governança corporativa (Terra & Lima, 2006; Aguilhera & Jackson, 2010). As práticas de governança corporativa são os mecanismos dinâmicos que sofrem alterações a depender das matrizes institucionais presentes nas sociedades (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012).

Os códigos de governança tendem a ser mais desenvolvidos em países onde o sistema legal possui maior proteção aos acionistas, códigos de boa governança ocorrem onde há mais liberdade do governo e forte presença de investidores institucionais (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004). A cultura nacional também é um fator relevante, na medida em que em alguns países a escolha dos conselhos está relacionada com a sua opção religiosa (Humphries & Whelan, 2017; Volonte, 2015). Os órgãos econômicos e legais podem atuar de maneira decisiva no aprimoramento da estrutura de governança corporativa das empresas (Silveira, 2002). “O estado, pode atuar [...] alterando o ambiente institucional pelo aumento da proteção legal dos investidores e pelo fomento do desenvolvimento do mercado de capitais” (Silveira, 2002).

Seguindo esse entendimento, Silveira (2002) elenca diferenças entre os sistemas de governança corporativa em alguns países: Na Alemanha os credores possuem mais direitos e o sistema é caracterizado por grandes investidores (grandes acionistas e bancos) e baixa participação de pequenos investidores; nos EUA, porém, os direitos dos acionistas são mais fortes; O Japão situa-se entre os EUA e a Alemanha possuindo tanto grandes investidores de

longo prazo, quanto pequenos investidores.

Outros autores seguem o mesmo entendimento ao declarar que as matrizes institucionais moldam o seu sistema de governança corporativa (Terra & Lima, 2006; Aguilhera & Jackson, 2010; Koerniadi, Krishnamurti & Tourani-Rad, 2014). Essas matrizes incluem o sistema econômico, sistema político, sistema jurídico entre outros (Aguilhera & Jackson, 2010; Uyar, Elbardan & Yamen, 2019). Ou seja, os códigos de governança corporativa devem refletir as influências das matrizes institucionais (Uyar, Elbardan & Yamen, 2019). Nesse sentido formula-se a seguinte hipótese:

H1– As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade da governança corporativa

Por sua vez, a contabilidade deve ser avaliada considerando os mecanismos de governança corporativa (Lopes, 2002; Fiador, 2013). A governança corporativa aumenta a relevância da informação contábil, fornecendo números mais fidedignos com maior capacidade explicativa dos preços negociados no mercado financeiro. Com a presença de mecanismos de governança, as informações possuem maior relevância para a tomada de decisão, auxiliando os investidores, analistas e demais stakeholders no mercado financeiro, nos seus modelos de predição dos resultados futuros (Hendrsen & Breda, 1999; Berthlot & Morris, 2008). Nesse sentido, ao considerar a governança corporativa como unidade de mensuração que aumenta a relação entre os números contábeis e o preço das ações, significa que os investidores julgam que as informações divulgadas pelas empresas, que possuem melhor governança, refletem mais os fundamentos econômicos (Lopes, 2009). Assim, partindo do modelo matemático de Ohlson (1995) na presença de governança corporativa, o R^2 da regressão que considera a governança corporativa é maior do que a regressão sem a presença dessa variável. Assim, o preço das ações passa a ser uma função linear do lucro e do patrimônio líquido interagindo com a governança corporativa. Nesse sentido formula-se a seguinte hipótese:

H2 – Na presença de governança corporativa no nível da firma as informações contábeis apresentam maior grau de explicação da variabilidade dos preços das ações entre empresas de um mesmo país e entre empresas de países distintos

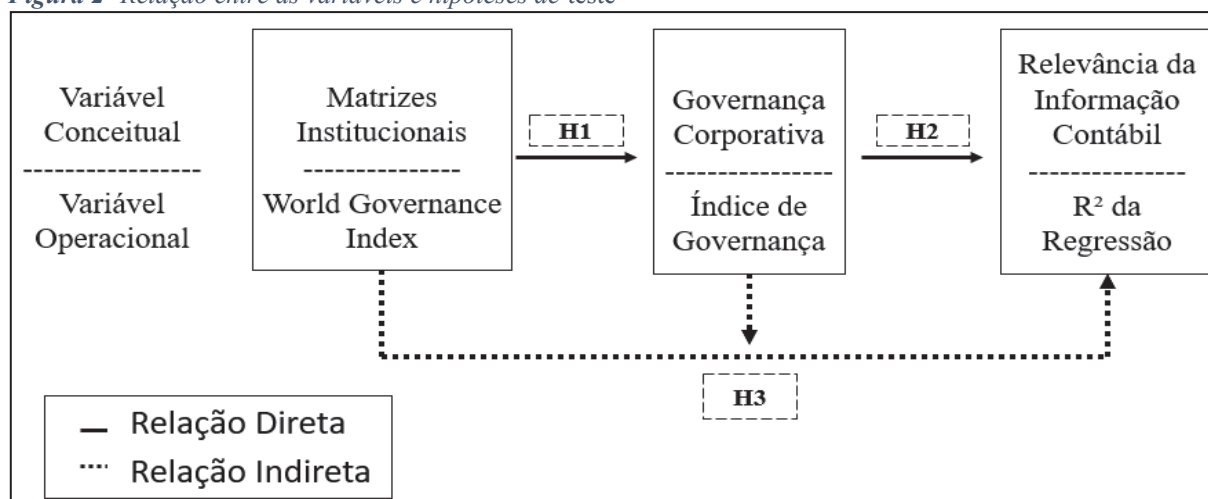
Nesse sentido, se H1 e H2 forem verdadeiras, existem indícios que as matrizes institucionais influenciem a relevância da informação contábil por meio da governança

corporativa. Assim, como os mecanismos de governança corporativa são dinâmicos e diferem conforme o ambiente institucional, a relevância da informação contábil, por ser influenciada pela governança corporativa, é dinâmica na medida que o ambiente institucional difere entre os países. Ou seja, a governança corporativa é o canal de influência da relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil. Nesse sentido formula-se a seguinte hipótese:

H3 – As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade dos preços das ações

A figura 2 apresenta visualmente a relação entre cada variável.

Figura 2- Relação entre as variáveis e hipóteses de teste



Fonte. Elaboração própria (2020)

3.6 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

3.6.1 Modelo Hierárquicos Lineares

A maioria dos dados estudados em ciências sociais aplicadas é proveniente de fenômenos estruturados de forma hierárquica, tais como alunos pertencentes a escolas e estas a secretarias de ensino, pacientes em clínicas, eleitores em zonas eleitorais, residências em municípios e estes em estados, indivíduos em setores da economia e empresas em setores ou países de origem que fornecem a realidade a ser estudada (Courgeau, 2003; Fávero, 2008). A abordagem multinível reconhece o agrupamento dos indivíduos de acordo com seus grupos e

verifica a influência desses grupos sobre os indivíduos (Courgeau, 2003). Segundo Courgeau (2003) ignorar a relação existente entre os grupos e os indivíduos pode levar a análises incorretas sobre o comportamento individual e uma análise igualmente incorreta sobre o comportamento do grupo.

Os modelos Hierárquicos Lineares, ou modelos multiníveis, de acordo com Osio (2013) são uma importante ferramenta para a modelagem de dados organizados em estrutura hierárquica e os mesmos podem fornecer análises mais adequadas do que os modelos de regressão usuais, pois levam em consideração a possível relação existente entre os dados originalmente pertencentes a um mesmo grupo. Essa estrutura hierárquica “correspondem à ideia segundo qual os sujeitos que pertencem ao mesmo grupo compartilham um conjunto de estímulos que favorece a homogeneidade” (Fávero, 2008, p. 175). Essa organização de dados de forma hierárquica também é identificada como estrutura de dados aninhados (Fávero & Belfiore, 2017) e segundo Fávero e Confortini (2010) os modelos multiníveis apresentam vantagem de levar em consideração a análise de dados hierarquicamente estruturados.

Segundo Santos (2018, p. 78) o “agrupamento pode possuir um forte conteúdo informativo sobre os indivíduos pertencentes a esse grupo, capturando informações não diretamente observáveis e como diferem entre si, incorporando variáveis latentes importantes e aprimorando as formas de controle em uma análise estatística”. Fávero e Belfiore (2017) descrevem que a principal vantagem dos modelos multiníveis em relação aos modelos tradicionais de regressão referem-se à possibilidade do aninhamento natural dos dados.

Segundo Fávero e Belfiore (2017) um exemplo de dados multinível pode ser encontrado quando um pesquisador possui o interesse em verificar como o desempenho de firmas comportam-se em relação a determinadas características da operação das empresas e com relação as características do setor. Nesse caso, como as características dos setores não variam entre as firmas provenientes do mesmo setor, caracteriza-se como uma estrutura de dados agrupados em dois níveis, com firmas (nível 1) aninhadas em empresas (nível 2). Assim, segundo Fávero e Belfiore (2017, p. 856)

“A estimação de um modelo multinível pode propiciar ao pesquisador uma possibilidade de verificar se existem características de firmas que explicam eventuais diferenças de desempenho entre companhias provenientes do mesmo setor, bem como se existem características dos setores que explicam eventuais diferenças no desempenho de firmas provenientes de setores distintos”.

Seguindo o mesmo exemplo, caso o pesquisador queira investigar a evolução temporal

do desempenho dessas firmas a estrutura de dados caracteriza-se em uma **estrutura de dados com medidas repetidas em três níveis**, com períodos de tempo (nível 1) aninhados em firmas (nível 2) e estas em setores (nível 3) e, a partir do qual podem ser estimados modelos com o intuito de se investigar “se existe variabilidade no desempenho, ao longo do tempo, entre firmas de um mesmo setor e entre aquelas provenientes de setores distintos e, em caso afirmativo, se existem características de firmas e de setores que explicam essa variabilidade. Dessa forma “os modelos multiníveis permitem que sejam identificadas e analisadas as heterogeneidades individuais e entre grupos a que pertencem estes indivíduos, tornando possível a especificação de componentes aleatórios em cada nível da análise” (Fávero & Belfiore, 2017 p. 856).

De acordo com Fávero e Belfiore (2017) quando se estima o modelo multinível, o primeiro nível do modelo apresenta as variáveis explicativas Z_1, \dots, Z_p referentes às unidades i ($i = 1, \dots, n$) de nível 1, o segundo nível, as variáveis explicativas X_1, \dots, X_Q referentes as unidades j ($j = 1, \dots, J$) de nível 2 e o terceiro nível, as variáveis explicativas W_1, \dots, W_Q referentes as unidades k ($k = 1, \dots, K$) de nível 3:

$$\text{Nível 1} \quad Y_{ijk} = \pi_{0jk} + \sum_{p=1}^P \pi_{pjk} * Z_{pjk} + e_{ijk} \quad (3)$$

Em que

π_{pjk} ($p = 0, 1, \dots, P$) referem-se aos coeficientes de nível 1,
 Z_{pjk} é uma p -ésima variável explicativa de nível 1 para a observação i na unidade de nível 2 j e na unidade de nível 3
 k e e_{ijk} refere-se aos termos de erro do nível 1 com distribuição normal, com média igual a zero e variância igual a σ^2 .

No modelo de regressão com apenas 1 nível o intercepto e o coeficiente angular são os mesmos para todas as empresas. No modelo multinível, assume-se que os modelos de diferentes empresas podem ter interceptos diferentes e coeficientes de inclinação diferentes e também que erros são independentes (Osio, 2013). Dessa forma, a modelagem no segundo nível dos coeficientes são variáveis aleatórias que podem ser modeladas da seguinte forma:

$$\text{Nível 2} \quad \pi_{pjk} = b_{p0k} + \sum_{q=1}^{Q_p} b_{pqk} * X_{qjk} + r_{pjk} \quad (4)$$

Em que:

π_{pjk} são os coeficientes a serem explicados
 b_{p0k} intercepto do Nível 2 aninhado no grupo k
 b_{pqk} ($q=0, 1, \dots, Q_p$) referem-se aos coeficientes de nível 2, esses coeficientes representam a força

de associação entre as características do nível 2 (X_{qjk}) e $\pi_{pj k}$
 X_{qjk} é uma q -ésima variável explicativa de nível 2 para a unidade j na unidade de nível 3
 $r_{pj k}$ é o efeito aleatórios das variáveis do nível 2 dentro de um determinado aninhamento ao longo do tempo, assumindo-se para cada unidade j , que o vetor $(r_{0jk}, r_{1jk}, \dots, r_{pj k})$ apresenta distribuição normal multivariada com cada elemento possuindo media zero e variância $\tau_{r\pi pp}$.

Segundo Natis (2001) a equação no nível 2 apresenta os níveis que não possuem o mesmo intercepto e a mesma inclinação, e os componentes aleatórios (k e $r_{pj k}$) ajudam a explicar as diferenças.

Assim, estima-se o modelo no terceiro nível.

$$\text{Nível 3} \quad b_{pqk} = \gamma_{pq0} + \sum_{s=1}^{S_{pq}} \gamma_{pqs} * W_{sk} + u_{pqk} \quad (5)$$

Em que

b_{pqk} são os coeficientes a serem explicados pelas variáveis do nível 3 (grupo de aninhamento)
 γ_{pq0} referem-se aos interceptos de nível 3
 γ_{pqs} ($s=0, 1, \dots, S_{pq}$) referem-se aos coeficientes que representam a direção e a força de associação entre as características W_{sk} e b_{pqk} ,
 W_{sk} é uma s -ésima variável explicativa de nível 3 para a unidade k
 k e u_{pqk} são os efeitos aleatórios do nível 3, assumindo-se que para cada unidade k , o vetor composto pelos termos u_{pqk} apresenta distribuição normal multivariada com cada elemento possuindo media zero e variância $\tau_{u\pi pp}$

Para a medição da proporção em que cada nível explica a variância pode ser dado por meio da correlação intraclasses, segundo Santos (2013) e Fávero e Belfiore (2017) é a divisão da variância do nível, pela variância total do modelo. A correlação pode ser dada da seguinte forma para um modelo de três níveis:

$$\begin{aligned} \text{Nível 1: } \rho &= \frac{\sigma^2}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b} \\ \text{Nível 2: } \rho &= \frac{\tau_{\pi}}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b} \\ \text{Nível 3: } \rho &= \frac{\tau_b}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b} \end{aligned}$$

Assim, a modelagem multinível permite que sejam estimados os parâmetros de um modelo e também estimados os componentes de variância dos termos de erro, com o objetivo de verificar se ocorrem aleatoriedades nos interceptos e nas inclinações (Fávero & Belfiore, 2017). Ainda segundo os autores, caso não seja verificada significância estatística nas variâncias dos termos de erro a opção por um modelo de regressão tradicional passa a ser mais

adequado.

3.6.2 Modelos Desenvolvidos

Inicialmente, para verificar o aninhamento temporal das empresas pertencentes a diferentes países com medidas repetidas, é preciso estimar um modelo nulo. Segundo Fávero e Belfiore (2017) o modelo nulo (modelo não condicional) permite que seja verificado se existe variabilidade na variável dependente entre empresas provenientes de um mesmo país e entre empresas provenientes de países distintos. Nesse modelo, nenhuma variável explicativa é inserida na modelagem, que considera apenas a existência de um intercepto e dos termos de erro u_{00k} , r_{0jk} e e_{ijk} , com variâncias respectivamente iguais a τ_{u000} , τ_{r000} e σ^2 (Fávero & Belfiore, 2017). O modelo nulo é então descrito:

$$\begin{aligned} \text{Preço da Ação}_{ijk} &= \pi_{0jk} + e_{ijk} \\ \pi_{0jk} &= b_{00k} + r_{0jk} \\ b_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \end{aligned} \quad (6)$$

Que resulta em:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + u_{00k} + r_{0jk} + e_{ijk} \quad (6.1)$$

Em que:

γ_{000} : parâmetro de efeito fixo no nível 3 (país)

u_{00k} : termo de erro do nível 3 (país)

r_{0jk} : termo de erro do nível 2 (empresa)

e_{ijk} : termo de erro do nível 1 (tempo)

A partir desse modelo, verifica-se se existe variabilidade no preço das ações entre empresas de um mesmo país e entre empresas de países diferentes. A estimação desse modelo, apresenta um componente de efeito fixo e dois componentes de efeitos aleatórios, sendo um correspondente ao nível 3 (país) e outro ao nível dois (empresa). A primeira verificação do modelo nulo é por meio da correlação intraclasse.

$$\text{Nível 1: } \rho = \frac{\sigma^2}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}$$

$$\text{Nível 2: } \rho = \frac{\tau_{r000}}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}$$

$$\text{Nível 3: } \rho = \frac{\tau_{u000}}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}$$

Em que:

σ^2 : variância do termo de erro e_{ijk} nível 1 (tempo)

τ_{r000} : variância do termo de erro r_{0jk} nível 2 (empresa)

τ_{u000} : variância do termo de erro u_{00k} nível 3 (país)

Em seguida, testa-se a significância estatística das variâncias, se a variância do termo de erro/ erro-padrão $\geq 1,96$ (sendo 1,96 o valor crítico para nível de significância de 5%) conclui-se que a variância do termo de erro é estatisticamente significativa. Esse é o teste de adequabilidade do modelo hierárquico linear com medidas repetidas (HLM3) (Fávero & Belfiore, 2017). Ainda Fávero e Belfiore (2017, p. 872) apontam que “essa informação é bastante importante para embasar a escolha da modelagem hierárquica, em detrimento de uma modelagem tradicional de regressão por MQO, e é a principal razão para que seja estimado sempre um modelo nulo na elaboração de análises multinível”. Adicionalmente, verifica-se o teste de razão de verossimilhança.

A partir da validação do modelo nulo, parte-se para o modelo no nível 1 que é o modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios. Nesse modelo adiciona-se a variável ano para verificar se o tempo está relacionado com os preços das ações e se os preços das ações apresentam comportamento linear ao longo do tempo.

$$\begin{aligned} \text{Preço da Ação}_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} & (7) \\ \pi_{0jk} &= b_{00k} + r_{0jk} \\ \pi_{1jk} &= b_{10k} \\ b_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \\ b_{10k} &= \gamma_{100} \end{aligned}$$

Que resulta em:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + r_{0jk} + e_{ijk} \quad (7.1)$$

A validação desse modelo segue o mesmo procedimento do modelo nulo. Neste momento da modelagem, as saídas fornecem evidências da existência de que o preço das ações segue uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de interceptos entre aquelas empresas que pertencem ao mesmo país e entre aquelas que pertencem a países distintos.

Precisa-se assim, também verificar se existe variância significativa de inclinações do preço da ação ao longo do tempo entre as diferentes empresas (Fávero & Belfiore, 2017). Portanto, é inserido efeitos aleatórios de inclinação nos níveis 2 e 3 do modelo multinível que, com a manutenção dos efeitos aleatórios de intercepto, passa a ter a seguinte expressão:

$$\begin{aligned}
\text{Preço da Ação}_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} & (8) \\
\pi_{0jk} &= b_{00k} + r_{0jk} \\
\pi_{1jk} &= b_{10k} + r_{1jk} \\
b_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \\
b_{10k} &= \gamma_{100} + u_{10k}
\end{aligned}$$

Assim o modelo de tendência linear com interceptos e inclinações aleatórias passa a ter a seguinte notação:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \text{ano}_{jk} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (8.1)$$

Esse modelo apresenta os componentes de efeitos fixos e aleatórios. Segundo Fávero e Confortini (2010) a inclusão de efeitos aleatórios, auxilia na verificação da existência de variabilidade significativa na variável dependente, ao longo do tempo, entre empresas de um mesmo país (nível 2) e entre empresas de países diferentes (nível 3). Assim sendo, a partir da validação desse modelo, conclui-se a validação do modelo de nível 1. Na presente pesquisa significa que o preço das ações apresenta variabilidade ao longo do tempo, entre empresas de um mesmo país e empresas de países diferentes.

Após a validação do modelo 8.1, inicia-se a modelagem em nível 2 para verificar se as variáveis no nível da firma explicam a variabilidade dos preços. Reside nesse momento a inclusão das variáveis Lucro Por Ação (LPA), Valor Patrimonial por Ação (VPA), Governança Corporativa (GOV_CIA), Ativo (ATIVO) e Receita (RECEITA). Partindo da literatura acerca da relevância da informação contábil, os números divulgados pela contabilidade são relevantes para explicar os preços das ações. Nesse caso, como os preços sofrem variabilidade entre empresas e entre países e entre empresas do mesmo país, defende-se que os números divulgados pela contabilidade sejam relevantes para explicar a variabilidade entre os preços das ações. Assim, o modelo de tendência linear com interceptos e inclinações aleatórias do nível 2 apresenta a seguinte expressão:

$$\begin{aligned}
\text{Preço da Ação}_{ijk} &= \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} & (9) \\
\pi_{0jk} &= b_{00k} + b_{01k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{02k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{03k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{04k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{05k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{06k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \\
&\quad b_{07k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{0jk} \\
\pi_{1jk} &= b_{10k} + b_{11k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{12k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{13k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{14k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{15k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{16k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \\
&\quad b_{17k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{1jk} \\
b_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \\
b_{01k} &= \gamma_{010}; b_{02k} = \gamma_{020}; b_{03k} = \gamma_{030}; b_{04k} = \gamma_{040}; b_{05k} = \gamma_{050}; b_{06k} = \gamma_{060}; b_{07k} = \gamma_{070}; b_{10k} = \gamma_{100} + u_{10k}; b_{11k} = \gamma_{110}; b_{12k} = \\
&\quad \gamma_{120}; b_{13k} = \gamma_{130}; b_{14k} = \gamma_{140}; b_{15k} = \gamma_{150}; b_{16k} = \gamma_{160}; b_{17k} = \gamma_{170}
\end{aligned}$$

Que resulta na seguinte expressão

$$\begin{aligned}
\text{Preço da Ação}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{010} \cdot \text{LPA}_{jk} + \gamma_{020} \cdot \text{VPA}_{jk} + \gamma_{030} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + \gamma_{040} \cdot \text{VPAG}_{jk} + \\
& \gamma_{050} \cdot \text{LPAG}_{jk} + \gamma_{060} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \gamma_{070} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + \gamma_{110} \cdot \text{LPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{120} \cdot \text{VPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{130} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} \\
& \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{140} \cdot \text{VPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{150} \cdot \text{LPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{160} \cdot \text{ATIVO}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{170} \cdot \text{RECEITA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + \\
& u_{10k} \cdot \text{ano} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \text{ano} + e_{ijk}
\end{aligned} \tag{9.1}$$

E o modelo de tendência linear com interceptos e inclinações aleatórias no nível três passa a ter a seguinte especificação:

$$\begin{aligned}
\text{Preço da Ação}_{ijk} = & \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \\
\pi_{0jk} = & b_{00k} + b_{01k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{02k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{03k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{04k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{05k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{06k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \\
& b_{07k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{0jk} \\
\pi_{1jk} = & b_{10k} + b_{11k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{12k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{13k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{14k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{15k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{16k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \\
& b_{17k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{1jk} \\
b_{00k} = & \gamma_{000} + \gamma_{001} \text{VC} + \gamma_{002} \text{PS} + \gamma_{003} \text{GE} + \gamma_{004} \text{RQ} + \gamma_{005} \text{CC} + \gamma_{006} \text{RL} + \gamma_{007} \text{FDI} + \gamma_{008} \text{PIB} + \gamma_{009} \text{CDS} + \\
& u_{00k} \\
b_{01k} = & \gamma_{010}; b_{02k} = \gamma_{020}; b_{03k} = \gamma_{030}; b_{04k} = \gamma_{040}; b_{05k} = \gamma_{050}; b_{06k} = \gamma_{060}; b_{07k} = \gamma_{070} \\
b_{10k} = & \gamma_{100} + \gamma_{101} \text{VC} + \gamma_{102} \text{PS} + \gamma_{103} \text{GE} + \gamma_{104} \text{RQ} + \gamma_{105} \text{CC} + \gamma_{106} \text{RL} + \gamma_{107} \text{FDI} + \gamma_{108} \text{PIB} + \gamma_{109} \text{CDS} + \\
& u_{10k} \\
b_{11k} = & \gamma_{110}; b_{12k} = \gamma_{120}; b_{13k} = \gamma_{130}; b_{14k} = \gamma_{140}; b_{15k} = \gamma_{150}; b_{16k} = \gamma_{160}; b_{17k} = \gamma_{170}
\end{aligned} \tag{10}$$

Que resulta na seguinte expressão

$$\begin{aligned}
\text{Preço da Ação}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{010} \cdot \text{LPA}_{jk} + \gamma_{020} \cdot \text{VPA}_{jk} + \gamma_{030} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + \gamma_{040} \cdot \text{VPAG}_{jk} + \\
& \gamma_{050} \cdot \text{LPAG}_{jk} + \gamma_{060} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \gamma_{070} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + \gamma_{001} \text{VC}_k + \gamma_{002} \text{PS}_k + \gamma_{003} \text{GE}_k + \gamma_{004} \text{RQ}_k + \gamma_{005} \text{CC}_k + \\
& \gamma_{006} \text{RL}_k + \gamma_{007} \text{FDI}_k + \gamma_{008} \text{PIB}_k + \gamma_{009} \text{CDS}_k + \gamma_{110} \cdot \text{LPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{120} \cdot \text{VPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{130} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} \\
& \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{140} \cdot \text{VPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{150} \cdot \text{LPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{160} \cdot \text{ATIVO}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{170} \cdot \text{RECEITA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \\
& \gamma_{101} \text{VC}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{102} \text{PS}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{103} \text{GE}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{104} \text{RQ}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{105} \text{CC}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{106} \text{RL}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \\
& \gamma_{107} \text{FDI}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{108} \text{PIB}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{109} \text{CDS}_k \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \text{ano} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \text{ano} + e_{ijk}
\end{aligned} \tag{10.1}$$

Por meio do modelo 10.1 é possível verificar se as variáveis no nível da firma (nível 2) e no nível país (nível 3) explicam a variabilidade dos preços entre os países. Esse modelo é utilizado para testar a Hipótese 2 e Hipótese 3. Para a Hipótese 1 os procedimentos de testes serão os mesmos utilizados no modelo 10.1, porém, o modelo final a ser testado é o 11.

$$\begin{aligned}
\text{GOV_CIA}_{jk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{010} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \gamma_{020} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + \gamma_{001} \text{VC}_k + \gamma_{002} \text{PS}_k + \gamma_{003} \text{GE}_k + \gamma_{004} \text{RQ}_k \\
& + \gamma_{005} \text{CC}_k + \gamma_{006} \text{RL}_k + \gamma_{007} \text{FDI}_k + \gamma_{008} \text{PIB}_k + \gamma_{009} \text{CDS}_k + \gamma_{110} \cdot \text{ATIVO}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{120} \cdot \text{RECEITA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \\
& \gamma_{101} \text{VC}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{102} \text{PS}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{103} \text{GE}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{104} \text{RQ}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{105} \text{CC}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{106} \text{RL}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \\
& \gamma_{107} \text{FDI}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{108} \text{PIB}_k \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{109} \text{CDS}_k \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \text{ano} + r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \text{ano} + e_{ijk}
\end{aligned} \tag{11}$$

O modelo 11 visa verificar se as variáveis no nível país explicam a variabilidade da governança corporativa das empresas ao longo do tempo.

3.6.3 TESTE DAS HIPÓTESES

A partir dos modelos que foram desenvolvidos e das hipóteses que foram enunciadas, o quadro apresenta os elementos operacionais que servirão de base para rejeitar ou não as hipóteses da presente pesquisa.

Quadro 7- Procedimentos de testes das hipóteses

Hipótese	Procedimento de Verificação
H1	Significância estatística total ou parcial dos coeficientes $\gamma_{101}; \gamma_{102}; \gamma_{103}; \gamma_{104}; \gamma_{105}; \gamma_{106}$ do modelo 11.
H2	i)Significância estatística total ou parcial dos coeficientes $\gamma_{010}; \gamma_{020}; \gamma_{030}; \gamma_{040}; \gamma_{050}; \gamma_{110}; \gamma_{120}; \gamma_{130}; \gamma_{140}; \gamma_{150}$ do modelo 9.1; ii)Melhor adequação do modelo 9.1 em relação ao modelo 6.
H3	Significância estatística dos coeficientes $\gamma_{001}; \gamma_{002}; \gamma_{003}; \gamma_{004}; \gamma_{005}; \gamma_{006}; \gamma_{101}; \gamma_{102}; \gamma_{103}; \gamma_{104}; \gamma_{105}; \gamma_{106}$; ii)Melhor adequação do modelo 10.1 em relação ao modelo 6.

Fonte: Elaboração própria (2020).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na tabela 3 é apresentada a estatística descritiva (média) das variáveis estudadas no nível da firma e na tabela 4 as variáveis no nível país.

Tabela 3- Estatística descritiva nível da firma – média por país

PAÍS	P	LPA	VPA	GOV CIA	ATIVO	RECEITA
Austrália	5,6967	0,2824	3,4811	45,9501	20,2258	18,7840
Brasil	9,9215	0,2210	8,8954	43,8129	22,4804	21,5761
Canadá	21,2661	0,7741	13,4968	48,3150	21,6228	20,2164
China	3,3032	0,2640	1,2176	44,8977	23,0353	22,2643
França	59,8141	2,8424	36,0774	50,1096	23,5424	22,9025
Alemanha	55,3904	3,0816	32,8428	49,6976	23,1180	22,5133
Hong Kong	3,4941	0,3551	3,5233	44,1110	22,8286	21,4842
Índia	11,0579	0,4921	3,0477	45,0191	22,2973	21,6146
Indonésia	0,7736	0,5188	0,2647	40,3767	21,6264	21,2927
Japão	23,8978	1,0747	18,2093	49,7412	22,8171	22,4634
Korea	65,4559	4,1789	58,1872	42,9290	22,9541	22,4650
Malásia	1,8794	0,9281	0,7867	42,6594	21,8912	21,0915
Rússia	17,7399	1,6631	8,5515	46,8041	23,2660	22,6692
Arábia Saudita	16,3041	1,1232	6,9767	49,5847	23,7873	22,7334
Singapura	3,8186	0,2567	2,5643	48,4270	22,3847	21,3062

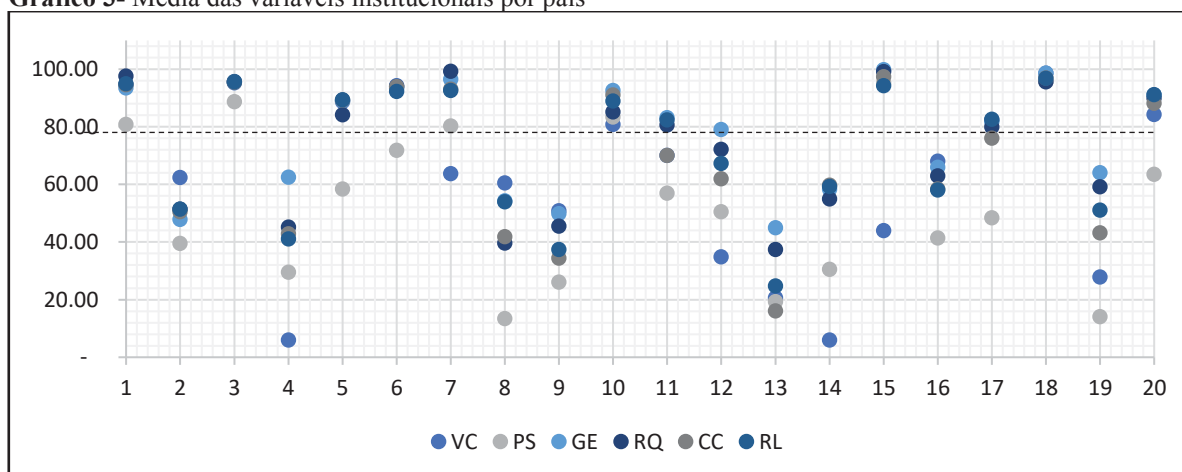
África do Sul	7,6255	0,5133	3,5684	40,9862	21,1181	20,4471
Espanha	18,7513	0,7928	12,3992	46,6948	22,8205	21,8987
Suíça	95,7169	5,6128	51,8540	47,4746	22,6202	21,8732
Tailândia	1,7430	0,1129	0,7121	42,5937	22,2587	21,9359
EUA	49,3850	2,3181	22,1381	53,5809	22,5864	21,9233
Média Geral	29,6568	1,4693	16,7208	48,5436	22,3018	21,5019

Fonte: Elaboração própria (2020).

O país com a maior média do preço das ações é verificado na Suíça enquanto que a menor média é na Indonésia, da mesma forma para a média do Lucro por Ação e do Valor Patrimonial por Ação. No nível de governança corporativa, o Estados Unidos apresenta maior média enquanto que a África do Sul possui menor governança corporativa.

O gráfico 3 apresenta a média das variáveis institucionais para cada país.

Gráfico 3- Média das variáveis institucionais por país



Fonte: Elaboração Própria (2020). **Legenda:** 1-Australia, 2-Brasil, 3-Canada,4-China,5-França,6-Alemanha,7-Hong Kong,8-Índia,9-Indonésia,10-Japão,11-Korea,12-Malaysia,13-Rússia, 14-Arábia Saudita ,15-Singapura ,16-Africa do Sul ,17- Espanha ,18-Suíça, 19-Tailândia ,20-EUA; VC- Média da variável Voz e Responsabilidade; PS-Média da variável Estabilidade Política, GE-Média da variável Eficácia do Governo, RQ-Média da variável Qualidade Regulatória, CC-Média da variável Controle da Corrupção, RL-Média da Variável Estado de Direito.

A média geral é de 68,07 (linha pontilhada) e somente quatro países apresentam todas as variáveis acima dessa média, sendo eles a Austrália, Canadá, Alemanha, Japão e Suíça. De modo que o Canadá, Alemanha e Japão também apresentam governança corporativa acima da média dos demais países. Do outro lado, o Brasil, China, Índia, Indonésia, Rússia, Arábia Saudita e Tailândia apresentam os índices das matrizes institucionais abaixo da média geral. Desses países, com exceção da Arábia Saudita, todos apresentam governança corporativa abaixo da média dos demais países. A tabela 4 apresenta os dados segregados por país.

Tabela 4- Estatística descritiva nível país – média

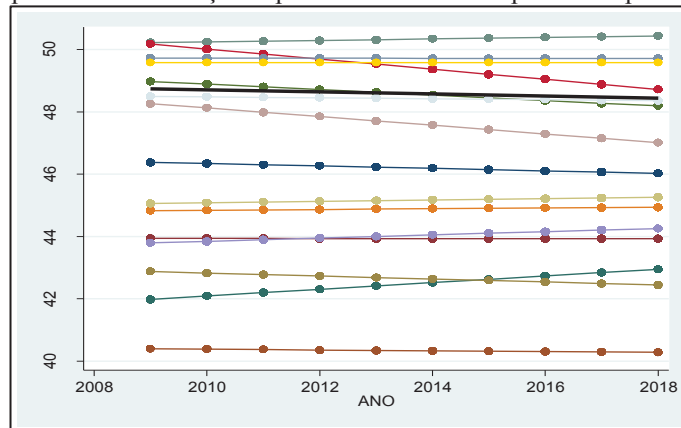
VC	PS	GE	RQ	CC	RL	FDI	PIB	CDS
----	----	----	----	----	----	-----	-----	-----

1	94,59	80,82	93,54	97,60	94,54	94,91	10,74	27,74	39,80
2	62,39	39,45	47,82	51,40	50,45	51,38	11,01	28,38	201,07
3	95,30	88,71	95,70	95,65	95,45	95,62	10,56	28,14	6,28
4	5,90	29,55	62,48	45,20	42,80	41,04	11,73	29,84	86,02
5	88,71	58,37	89,00	84,17	89,24	89,43	9,99	28,62	66,16
6	94,29	71,81	93,26	93,93	93,98	92,24	10,21	28,91	32,54
7	63,77	80,25	96,50	99,23	93,02	92,57	11,46	26,36	47,90
8	60,55	13,43	54,26	39,58	41,84	53,92	10,46	28,32	183,24
9	50,79	26,06	49,80	45,47	34,36	37,34	9,54	27,48	164,59
10	80,84	83,38	92,56	85,14	91,06	88,92	7,02	29,28	60,12
11	70,01	56,94	83,16	80,61	70,01	82,41	9,24	27,89	71,79
12	34,78	50,45	79,08	72,14	61,98	67,26	9,04	26,42	108,05
13	20,61	19,32	44,92	37,39	16,04	24,67	10,22	28,16	212,35
14	5,90	30,49	58,22	54,95	59,72	59,27	9,12	27,21	100,34
15	43,99	95,22	99,86	99,15	97,37	94,26	10,93	26,40	45,54
16	68,00	41,39	65,90	62,98	58,41	58,08	8,29	26,58	192,41
17	82,30	48,42	81,75	79,95	76,08	82,55	10,12	27,94	171,05
18	98,55	95,73	98,61	95,65	96,89	96,82	9,02	27,22	2,03
19	27,87	14,04	64,01	59,17	43,18	51,05	8,68	26,70	99,85
20	84,28	63,44	91,05	89,94	88,14	91,10	12,41	30,47	29,08
Tot.	76,22	65,44	85,83	82,99	81,61	83,15	10,42	28,83	62,43

Fonte: Elaboração Própria (2020). **Legenda:** 1-Australia, 2-Brasil, 3-Canadá,4-China,5-França,6-Alemanha,7-Hong Kong,8-Índia,9-Indonésia,10-Japão,11-Korea,12-Malásia,13-Rússia, 14-Arábia Saudita ,15-Singapura ,16-Africa do Sul ,17- Espanha ,18-Suíça ,19-Tailândia ,20-EUA

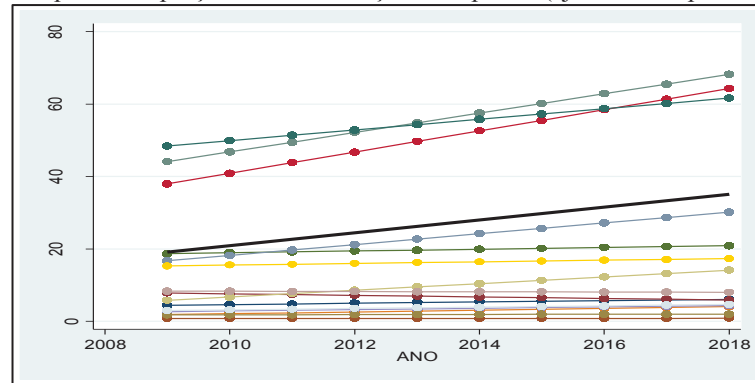
Uma primeira análise dos dados foi efetuada no gráfico 4. Esse gráfico apresenta o ajuste linear por MQO da governança corporativa das empresas de cada país ao longo do tempo.

Gráfico 4- Evolução temporal da Governança Corporativa média das empresas dos países (ajuste linear por MQO).



Fonte. Elaboração própria (2020)

De maneira inicial, verifica-se indícios de diferenças entre os países e, caso fossem estimados modelos que não considerassem o agrupamento desses dados, poderiam haver conclusões não tão corretas da realidade estudada (Courgeau, 2003). A mesma análise pode ser realizada com o preço da ação, no gráfico 5, que mostra a existência de coeficientes diferentes para a estimação por MQO.

Gráfico 5- Evolução temporal dos preços médios das ações dos países (ajuste linear por MQO)

Fonte. Elaboração própria (2020)

O gráfico 5 evidencia diferença nos coeficientes estimados por MQO, os quais fornecem subsídios para a inclusão de efeitos aleatórios de intercepto e de inclinação nos níveis dos modelos que serão estimados. Isso ocorre pois as evoluções temporais da governança corporativa das empresas e dos preços das ações apresentam interceptos e inclinações distintas entre os países. Logo, existem indícios para a utilização do modelo multinível, entretanto, é preciso realizar a estimação com o modelo Nulo.

Caracterizando o aninhamento temporal das empresas pertencentes a diferentes países nos dados com medidas repetidas estimou-se o modelo nulo (modelo não condicional) que permitiu verificar se há variabilidade no preço das ações e na governança corporativa entre empresas provenientes de um mesmo país e entre aquelas provenientes de países distintos. Nenhuma variável foi inserida nesse modelo, pois o mesmo considera apenas a existência de um intercepto e dos termos de erro com variâncias respectivas iguais

4.2 MODELOS PARA ESTIMAÇÃO HIPÓTESE H1

Inicialmente foi realizada a estimação do modelo nulo para iniciar os testes que verificaram a adequação do modelo multinível. A tabela 5 apresenta os valores encontrados para o modelo nulo, que não considera nenhuma variável explicativa. Esse modelo nos permite verificar se existe variabilidade na governança corporativa entre empresas provenientes de um mesmo país e entre aquelas provenientes de países distintos.

Tabela 5- Modelo Nulo

		Coef.	Z	
a	Intercepto	46,37753	54,3	***
		Estimador	Std. Err	

b	País	9,421076	4,04737	***
	Firma	300,822	9,21342	***
	Tempo	259,3707	2,44757	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,01654
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,52812
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,45534
d	Teste de Verossimilhança		Valor	prob.
	Regressão linear - Teste Qui2		13417,3	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** GOV_CIA-Governança Corporativa.

Inicialmente, verifica-se que o modelo nulo é preferível em relação ao modelo linear geral pois o teste de razão de verossimilhança (LR Test) apresentou rejeição da hipótese nula, de que o modelo multinível e o modelo linear padrão são estatisticamente semelhantes. O que torna, nesse caso, a escolha pelo multinível mais adequada.

A correlação entre a governança corporativa entre países é de aproximadamente 2% enquanto que a correlação entre empresas pertencentes à um mesmo país é de aproximadamente 53%. Ou seja, a governança corporativa é mais correlacionada entre empresas de um mesmo país do que entre empresas de países diferentes. Adicionalmente, pode-se inferir que os efeitos aleatórios de empresas e países compõem aproximadamente 54% da variância total dos resíduos. Esses valores são significativos pois apresentaram estimadores consideravelmente superiores aos seus erros-padrão. Com isso, foi concluído que existem variações significativas ao longo do tempo na governança corporativa entre empresas de um mesmo país e entre empresas provenientes de países distintos.

Dessa forma, a partir dos resultados obtidos com o modelo nulo, foi possível continuar a análise para verificar se existem características das empresas e dos países que explicam essa variabilidade. O primeiro passo foi adicionar a variável temporal (Fávero & Belfiore, 2017) para verificar se a governança corporativa apresenta comportamento linear ao longo do tempo. Esse modelo é apresentado na tabela 6.

Tabela 6-Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios

a	Intercepto	Coef.	Z	
	Ano γ_{100}	34,49266	39,43	***
b	País	2,164275	66,3	***
	Firma	Estimador	Std. Err	
	Tempo	9,478822	4,07164	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}	305,772	9,22976	***
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}	216,8838	2,04669	***
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,01781
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob.
	Regressão linear - Teste Qui2		15737,1	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** GOV_CIA-Governança Corporativa.

Com base na tabela 6, verifica-se que o parâmetro estimado para a média da governança corporativa anual é de 2,16 e é estatisticamente significativo. Adicionalmente, em relação aos coeficientes aleatórios nota-se a existência de significância estatística nas variâncias dos termos de erro, devido as estimações das variâncias serem consideravelmente superiores aos seus erros-padrão. Com isso, a nova estimativa das proporções das variâncias são mais elevadas do que aquelas obtidas na estimativa do modelo nulo, além disso, o resultado do teste de razão de verossimilhança apresenta estatística significativa, o que nos permite comprovar que seja descartada a estimativa de um modelo tradicional de regressão linear simples (Fávero & Belfiore, 2017) apenas com efeitos fixos.

Dessa forma, existem condições de afirmar que a governança corporativa das empresas segue uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de interceptos entre as empresas que pertencem ao mesmo país e entre aquelas que pertencem a países distintos. No entanto, conforme a figura 6 aponta, existem indícios de que existem diferenças nas inclinações da governança corporativa ao longo do tempo. Dessa forma Fávero e Belfiore (2017) apontam que nesses casos é preciso inserir efeitos aleatórios de inclinação nos níveis 2 (Firma) e 3 (Países) no modelo. A tabela 7 apresenta as saídas do modelo.

Tabela 7-Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias

		Coef.	Z	
a	Intercepto	33,57384	15,38	***
	Ano γ_{100}	2,27217	0,28669	***
b	País	84,17444	30,8059	***
	Firma	464,4591	15,1728	***
	Tempo	152,3416	1,58115	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,12008
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,66259
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,21733
d	Teste de Verossimilhança x Regressão linear - Teste Qui2		valor 19203,4	Prob ***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** GOV_CIA-Governança Corporativa.

Com isso, verifica-se que o modelo é adequado (considerando o teste de razão de verossimilhança) e as correlações intercalasse apresentam aumento quando comparados com os modelos anteriores. Nesse modelo, percebe-se que os efeitos aleatórios entre empresas e

escolas compõem 78% da variância total dos resíduos.

Nesse sentido, é possível afirmar que a governança corporativa das empresas segue uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variâncias significativas de intercepto e de inclinações entre as empresas de um mesmo país e entre empresas de países distintos. A partir da confirmação desses modelos, inicia-se a estimação dos demais níveis da regressão multinível. O modelo no nível 2 procura identificar se as variações da governança corporativa ao longo dos anos podem ser explicadas por variáveis no nível da firma. Os resultados são apresentados na tabela 8.

Tabela 8- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2

		Coef.	Z	
	Intercepto	-99,94031	-15,6	***
	Ano γ_{100}	8,447591	11,9	***
a	Receita γ_{020}	1,631018	4,63	***
	ReceitaA γ_{120}	0,0077994	0,26	
	Ativo γ_{010}	4,384875	10,13	***
	AtivoA γ_{110}	-0,2835489	-6,9	***
		Estimador	Std. Err	
b	País	69,66419	25,0695	***
	Firma	382,2778	12,8431	***
	Tempo	152,9089	1,5927	***
c	Nível 3 (País) τ_{000}			0,11518
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,63202
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,25280
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		17344,3	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. **Variáveis explicativas:** RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total. **Variável Explicada:** GOV_CIA-Governança Corporativa.

Os dados para o modelo com as variáveis no nível da firma apresentam significância estatística, conforme teste de verossimilhança e também pelas variâncias serem superiores aos erros-padrão. Adicionalmente, da variância dos resíduos total, apenas 25% é devido às características da empresa ao longo do tempo, 63% é devido as características das empresas que pertencem a um mesmo país e apenas 11% as características de países diferentes. Ainda, tratando-se do nível da firma, os dados apontam que as variâncias entre as empresas resultam de características das empresas, pois as variáveis no nível da firma no presente modelo, foram significativas. Assim, esse modelo aponta para a existência de elementos institucionais que influenciam a governança corporativa, visto que a correlação entre empresas de um mesmo país é consideravelmente superior a correlação entre empresas de países distintos. Com esses resultados, parte-se para análise no nível três que considera todas as variáveis institucionais.

Tabela 9- Modelo 10.1 de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis de Nível 2 de Nível 3 (Modelo Completo)

		Coef.	Z	
	Intercepto	-118,9536	-1,80	**
	Ano γ_{100}	1158,4580	7,06	***
	Receita γ_{020}	1,6684	4,72	***
	ReceitaA γ_{120}	0,0065	0,22	
	Ativo γ_{010}	4,3255	9,94	***
	AtivoA γ_{110}	-0,2818	-6,84	***
	VC γ_{001}	-0,0570	-0,42	
	PS γ_{002}	0,4905	0,23	
	GE γ_{003}	0,2996	0,50	
	RQ γ_{004}	-0,4868	-0,92	
	CC γ_{005}	0,8408	1,60	
	RL γ_{006}	-0,4116	-0,67	
	VCA γ_{101}	1,1049	7,74	***
a	PSA γ_{102}	-0,4385	-5,05	***
	GEA γ_{103}	-0,6541	-5,59	***
	RQA γ_{104}	0,3156	2,95	***
	CCA γ_{105}	2,5236	13,08	***
	RLA γ_{106}	-2,1367	-14,78	***
	PIB γ_{008}	-0,2287	-0,10	
	PIBa γ_{108}	-48,0683	-9,29	***
	FDI γ_{007}	0,9966	0,62	
	FDIa γ_{107}	14,7164	1,45	
	CDS γ_{009}	0,1309	0,22	
	CDSa γ_{109}	0,6218	8,96	***
		Estimador	Std. Err	
b	País	49,88114	26,2757	**
	Firma	387,6885	12,9589	***
	Tempo	148,9297	1,55033	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,08505
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,66102
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,25393
d	Teste de Verossimilhança		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		16832,8	***

Fonte: Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. **Variáveis explicativas:** RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total, VC-Voz e Responsabilização, OS-Estabilidade Política, GE-Eficácia do Governo, RQ-Qualidade Regulatória, CC-Control de la Corrupción, RL-Estado de Derecho, PIB-Logaritmo do PIB, FDI-Logaritmo das Entradas do Fluxo de Investimento Estrangeiro Direto, CDS-Logaritmo do CDS. **Variável Explicada:** GOV_CIA-Governança Corporativa.

A partir do modelo acima, pode-se verificar que o mesmo é estatisticamente significativo, devido ao teste de verossimilhança e as variâncias dos termos de erro serem maiores do que os erros-padrões. Tratando-se dos coeficientes, verifica-se que as variáveis institucionais com efeitos fixos não possuem significância estatística. É possível verificar essa relação a partir da natureza da governança corporativa, que não é algo estático ao longo do tempo, mas sim um processo dinâmico em que as suas práticas são revisadas e aprimoradas ao longo das mudanças na realidade (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004).

4.3 MODELOS PARA ESTIMAÇÃO HIPÓTESE H2 E H3

Inicialmente foi realizada a estimação do modelo nulo para iniciar os testes de verificação da adequabilidade da modelagem multinível. A partir das variáveis previamente definidas e da metodologia descrita, as saídas para o modelo nulo são apresentadas na tabela 10.

Tabela 10- Modelo Nulo

		Coef.	Z	
a	Intercepto γ_{000}	23,9066	3,92	***
		Estimador	Std. Err	
	País	721,4973	4,04737	***
b	Firma	810,3865	9,21342	***
	Tempo	386,0013	2,44757	***
	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,37619
c	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,42254
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,20126
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		28951,6	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** Preço da Ação três meses após o ano fiscal.

A partir do resultado do teste de razão de verossimilhança pode-se rejeitar a hipótese nula, de que o modelo multinível e o modelo linear são estatisticamente semelhantes, o que torna a escolha do modelo multinível mais adequada. Quanto a variância dos erros, a mesma é significativa ao nível de 5%. Verifica-se ainda que entre os preços das ações das empresas de um mesmo país, a correlação é de 42% enquanto que para empresas provenientes de países distintos a correlação é de 38%. Isso significa que os preços são mais correlacionados entre empresas que pertencem a uma mesma estrutura econômica e institucional do que com outras estruturas. Em sendo significativa as estimações do modelo nulo, parte-se para a estimação de tendência linear com interceptos aleatórios.

Tabela 11- Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios

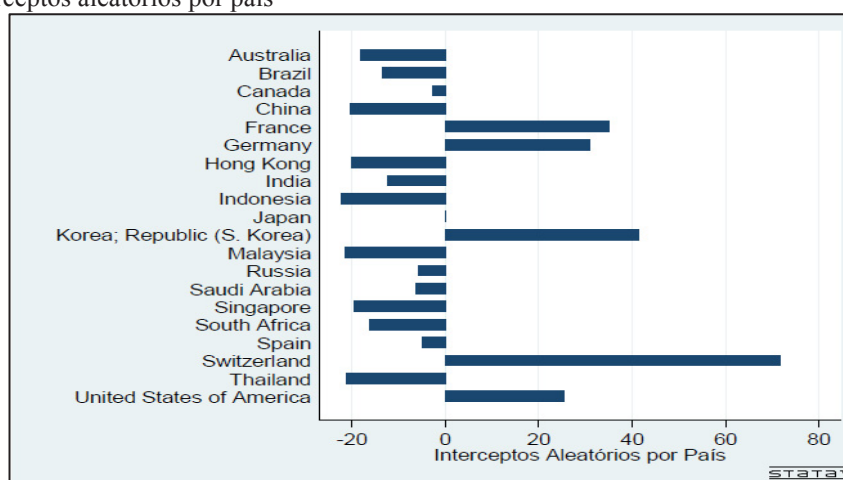
		Coef.	Z	
	Intercepto γ_{000}	11,89892	1,95	**
a	Ano γ_{100}	2,18706	53,31	***
		Estimador	Std. Err	
	País	722,791	239,295	***
b	Firma	818,2261	24,0718	***
	Tempo	342,5252	3,23294	***
	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,38374
c	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,43441
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,18185

d	Teste de Verossimilhança x Regressão linear - Teste Qui2	valor	prob
		31085,7	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a- coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** Preço da Ação três meses após o ano fiscal.

Os resultados do modelo acima, servem para verificar se existem características das empresas e dos países que explicam a variabilidade dos preços das ações ao longo dos anos e também verificar se os preços apresentam comportamento linear ao longo do tempo. Os resultados apontam existir uma relação significativa entre os preços das ações ao longo do tempo, com parâmetros de 2,18 significativos à 1%. Quanto às variâncias dos termos de erro, as mesmas também são significativas, pois são superiores aos seus erros-padrão. O resultado do teste de verossimilhança também nos permite descartar a possibilidade de estimação de um modelo tradicional de regressão linear simples apenas com efeitos fixos (Fávero & Belfiore, 2017). Adicionalmente, pode-se verificar por meio dos valores dos termos de interceptos aleatórios u_{00k} e r_{0jk} que enquanto os termos de erro são invariantes para empresas de um mesmo país ao longo do tempo, os termos variam entre empresas, porém, são invariantes para uma mesma empresa de um mesmo país ao longo do tempo. Isso caracteriza a existência de um intercepto para cada país. Conforme gráfico 6.

Gráfico 6- Interceptos aleatórios por país



Fonte: Elaboração própria (2020)

A partir dessas evidências, tem-se a segurança de afirmar que os preços das ações das empresas, segue uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de intercepto entre aquelas empresas que estão no mesmo país e entre aquelas que estão em países diferentes. No entanto, é preciso verificar se a variância, entre os preços das ações, apresenta

variações de inclinação ao longo do tempo. Isso, devido a figura 6 apresentar indícios dessa ocorrência. Assim, nesse momento, é adicionado efeitos aleatórios de inclinação nos níveis 2 e 3.

Tabela 12- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias

		Coef.	Z	
a	Intercepto γ_{000}	17,26249	4,13	***
	Ano γ_{100}	1,263996	2,81	***
b		Estimador	Std. Err	
	País	330,2322	111,731	***
	Firma	747,338	23,0134	***
	Tempo	129,2867	1,30765	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,27363
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,61924
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,10713
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		46738,4	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. **Variável Explicada:** Preço da Ação três meses após o ano fiscal.

Segundo Fávero e Belfiore (2017) nesse modelo, a variável ano está presente no componente de efeitos fixos e nos componentes de efeitos aleatórios de nível 3 (multiplicando o termo de erro u_{10k}) e de nível 2 (multiplicando o termo de erro r_{1jk}). Com isso, o novo modelo apresenta uma leve variação nos interceptos de efeitos fixos e novas variações, o que resulta em novas correlação intraclasse. Dessa forma, para o modelo de nível 1 estima-se que os efeitos aleatórios de empresas e países compõem 89% da variância total dos resíduos. Ou seja, conclui-se de forma significativamente estatística que os preços das ações seguem uma tendência linear ao longo do tempo, existindo uma variância significativa de intercepto e de inclinação entre as empresas que pertencem a um mesmo país e entre aquelas que pertencem a países distintos.

A partir desses apontamentos e desses resultados, o modelo de regressão multinível é adequado e pode-se avançar para os demais níveis para verificar se essas variações ao longo dos anos podem ser explicadas com as características do nível 2 (Firma) e do nível 3 (País). As saídas para o modelo no nível 2 é apresentada na tabela 13.

Tabela 13- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2

		Coef.	Z	
a	Intercepto γ_{000}	28,33712	4,46	***
	Ano γ_{100}	1,77203	1,96	***
	LPA γ_{010}	-6,73624	-9,8	***
	LPAa γ_{110}	1,22730	32,55	***
	VPA γ_{020}	1,46706	20,43	***
	VPAa γ_{120}	-0,01501	-3,73	***
	GOV_CIA γ_{030}	0,14960	4,76	***
	GOV_CIAa γ_{130}	-0,00776	-1,88	**

	LPAG γ_{050}	0,93367	7,08	***
	VPAG γ_{040}	-0,01055	-7,29	***
	RECEITA γ_{070}	0,98680	2,79	***
	RECEITAa γ_{170}	0,17093	4,19	***
	ATIVO γ_{060}	-2,29305	-5,2	***
	ATIVOa γ_{160}	-0,22625	-4,15	***
		Estimador	Std. Err	
b	País	21,58675	111,731	***
	Firma	379,23	23,0134	***
	Tempo	129,4366	1,30765	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,04071
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,71519
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,24410
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		24138,6	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. **Variáveis explicativas:** LPA-Lucro Por Ação, VPA-Valor Patrimonial Por Ação, GOV_CIA-Governança Corporativa, LPAG-Lucro por Ação Interagindo com a Governança Corporativa, VPAG-Valor Patrimonial Interagindo com a Governança Corporativa, RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total. **Variável Explicada:** Preço da Ação três meses após o ano fiscal.

O modelo acima apresenta teste de verossimilhança significativo, estimações dos parâmetros de efeitos fixos e dos efeitos aleatórios significativos ao nível de 5%. Isso significa que é possível afirmar que os preços das ações das empresas seguem uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de interceptos e de inclinações entre as empresas que pertencem a um mesmo país e entre aquelas que pertencem a países distintos. Além disso, as características das empresas são partes da razão da existência das variações no preço das ações.

As variáveis LPA e VPA, que representam as principais variáveis contábeis, são significativas para explicar as variações dos preços das ações, o que confirma a relevância das informações contábeis como sendo capazes de explicarem os preços das ações. Adicionalmente, pode-se verificar que para o coeficiente do LPA o mesmo apresenta inclinação positiva o que significa dizer que na medida que ocorrem variações no LPA, essas variações apresentam alterações positivas no preço das ações. No entanto, o intercepto apresenta coeficiente negativo, o que significa dizer que o incremento no valor esperado do preço da ação no instante inicial para determinada empresa de determinado país é negativa. O mesmo ocorre com o VPA. Essa relação é discutida no tópico 5.

Quanto a governança corporativa no nível da firma, a mesma apresenta coeficientes estatisticamente significativos. Isso significa que as características da governança das firmas explicam a variabilidade dos preços das ações. Adicionalmente, essa variável quando interagindo com as informações contábeis, também é significativa.

Nesse sentido, ao observar as informações contábeis, governança corporativa e variáveis sobre o tamanho, as mesmas são significativas para explicar a variabilidade dos preços das ações das empresas que pertencem a um mesmo país. Dessa forma, o próximo passo é verificar se as variáveis no nível país também são significativas para explicar a variabilidade dos preços das ações ao longo do tempo.

Tabela 14- Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis de Nível 2 de Nível 3 (Modelo Completo)

		Coef.	Z	
	Intercepto γ_{000}	51,07419	0,84	
	Ano γ_{100}	4,40558	0,18	
	LPA γ_{010}	-6,78046	-9,84	***
	LPAa γ_{110}	1,22251	32,35	***
	VPA γ_{020}	1,45925	20,24	***
	VPAa γ_{120}	-0,01484	-3,65	***
	GOV_CIA γ_{030}	0,14835	4,71	***
	GOV_CIAa γ_{130}	-0,00819	-1,98	***
	LPAG γ_{050}	0,93752	7,1	***
	VPAG γ_{040}	-0,01054	-7,27	***
	RECEITA γ_{070}	0,98877	2,78	***
	RECEITAa γ_{170}	0,17040	4,16	***
	ATIVO γ_{060}	-2,27818	-5,15	***
	ATIVOa γ_{160}	-0,22319	-4,08	***
a	VC γ_{001}	0,90934	0,72	
	PS γ_{002}	0,15042	0,76	
	GE γ_{003}	-0,39083	-0,7	
	RQ γ_{004}	-0,00313	0,01	
	CC γ_{005}	-0,89934	-0,19	
	RL γ_{006}	0,10266	0,18	
	VCa γ_{101}	0,00124	0,03	
	PSa γ_{102}	0,24203	4,87	***
	GEa γ_{103}	-0,56815	-6,7	***
	RQa γ_{104}	0,25915	3,51	***
	CCa γ_{105}	0,00581	0,005	
	RLa γ_{106}	-0,07619	-0,79	
	PIB γ_{008}	-0,19891	-0,1	
	PIBa γ_{108}	0,62347	0,65	
	FDI γ_{007}	0,11311	0,08	
	FDIa γ_{107}	-0,22762	-0,27	
	CDS γ_{009}	-0,02659	-0,48	
	CDSa γ_{109}	-0,01389	-2,22	***
		Estimador	Std. Err	
b	País	41,52061	22,9368	**
	Firma	379,671	12,6101	***
	Tempo	128,9896	1,30765	***
c	Nível 3 (País) τ_{u000}			0,07547
	Nível 2 (Firmas) τ_{r000}			0,69008
	Nível 1 (Tempo) σ^2			0,23445
d	Teste de Verossimilhança x		valor	prob
	Regressão linear - Teste Qui2		22208	***

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. **Variáveis explicativas:** LPA- Lucro Por Ação, VPA-Valor Patrimonial Por Ação, GOV_CIA-Governança Corporativa, LPAG-Lucro por Ação

Interagindo com a Governança Corporativa, VPAG-Valor Patrimonial Interagindo com a Governança Corporativa, RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total, VC-Voz e Responsabilização, OS-Estabilidade Política, GE-Eficácia do Governo, RQ-Qualidade Regulatória, CC-Control de Corrupção, RL-Estado de Direito, PIB-Logaritmo do PIB, FDI-Logaritmo das Entradas do Fluxo de Investimento Estrangeiro Direto, CDS-Logaritmo do CDS. **Variável Explicada:** Preço da Ação três meses após o ano fiscal.

Inicialmente, o modelo é aceitável devido seu teste de verossimilhança ser significativo e também as variâncias são maiores do que seu erro-padrão. O coeficiente de correlação intraclasse indica que 77% da variância total dos resíduos é devido aos efeitos aleatórios das empresas e países estudados. Desse percentual, 69% das características das empresas explicam as variações do preço da ação. Não menos significante, as características dos países também possuem capacidade explicativa das variações dos preços.

Pode-se verificar que as variáveis no nível da firma permanecem com sua respectiva significância estatística. No nível país, as variáveis que possuem significância estatística são estabilidade política, eficiência do governo, qualidade regulatória e risco. Isso significa que o contexto institucional é relevante para a precificação dos ativos, reduzindo a assimetria de informação e garantindo mais confiança para os mercados. Adicionalmente, buscou-se analisar qual é o impacto da inclusão das variáveis na relevância da informação.

Tabela 15- Resultado comparativo da decomposição da variância (Coeficiente de Correlação Intraclasse)

Comparativo	
Modelo Nulo (Modelo 1)	
Nível 3 (País)	0,3761942
Nível 2 (Firmas)	0,4225417
Nível 1 (Tempo)	0,2012640
Modelo com inclusão das variáveis de Firma (modelo 2)	
Nível 3 (País)	0,0407103
Nível 2 (Firmas)	0,7151864
Nível 1 (Tempo)	0,2441033
Modelo com inclusão das variáveis de Firma e País (modelo 3)	
Nível 3 (País)	0,0754672
Nível 2 (Firmas)	0,6900835
Nível 1 (Tempo)	0,2344493
Análise comparativa das variâncias totais (Teste Pseudo R ²)	
Modelo 3 x Modelo Nulo	0,71
Modelo 2 x Modelo Nulo	0,72
Modelo 3 x Modelo 2	-0,03

Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** Cálculo dos modelos comparativos de variância total: 1-(variância total do modelo com variáveis/ variância total do modelo nulo) semelhante a Santos (2013).

Com base na tabela 13, é possível verificar que com a inclusão das variáveis institucionais ocorre melhora na capacidade de explicação do modelo. Isso corrobora a ideia central dessa pesquisa de que os elementos das matrizes institucionais aumentam a relevância

das informações contábeis. A saber a estabilidade política, eficiência do governo, qualidade regulatória e risco.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesse tópico, foram selecionados os principais resultados encontrados na pesquisa para discussão.

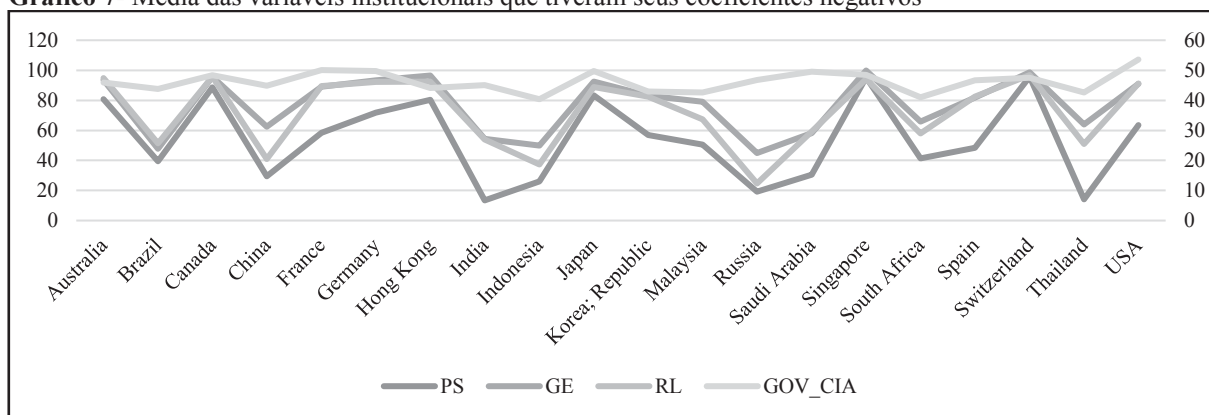
- i) **As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade da governança corporativa ao longo do tempo:** Os testes iniciais de adequação dos modelos, evidenciaram que de fato, existe variabilidade na governança corporativa entre as empresas de países diferentes e também, entre empresas do mesmo país. Os resultados finais apontam que as variáveis no nível da firma e no nível institucional são relevantes para explicar a variabilidade da governança corporativa ao longo do tempo. Essa variabilidade, é resultado das dinâmicas corporativas que com o passar do tempo vão sofrendo alterações. Ou seja, a governança corporativa não é algo estático, mas sim um processo dinâmico em que as suas práticas são revisadas e aprimoradas conforme novas realidades vão surgindo (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004). As práticas que são adotadas nos países devem estar em linha com as normas legais e com os objetivos socioeconômicos e, na medida em que ocorrem as modificações no ambiente as normas organizacionais seguem essas modificações (Khadaroo & Shaikh, 2007). É um processo de interação entre as matrizes institucionais e as organizações (North, 1993). Essa relação está em linha com os estudos de Khadaroo e Shaikh (2007), Li e Harrison (2008) Zattoni e Cuomo (2008) Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012) e Humphries e Whelan (2017) que apontam que as variações da governança corporativa no nível da firma são explicadas pelas variações das matrizes intencionais, como resultado da existência de interação entre as instituições e as práticas organizacionais. As variáveis Voz e Responsabilização, Qualidade Regulatória e Controle da Corrupção apresentaram coeficientes estatisticamente significativos e com os coeficientes em linha com o que era esperado. Ou seja, os países que apresentam maior qualidade regulatória, maior participação da população na seleção do governo e controle da corrupção as empresas apresentam níveis mais elevados de governança corporativa. Essa relação está alinhada com o estudo de Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012). Segundo esses autores, essa relação ocorre, pois, países com maiores participações da população apresentam uma

maior cultura econômica e essa cultura econômica está relacionada à melhor governança corporativa nas empresas. Quanto a variável de controle da corrupção os resultados estão em linha com o estudo de Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012). Segundo os autores, essa relação positiva significa que em ambientes institucionais na qual a corrupção tende a não ser tolerada, aumenta a pressão sobre as práticas de governança corporativa para promover responsabilidade e transparência. Sobre a variável de qualidade regulatória, essa variável representa a percepção da capacidade do governo em implementar políticas e regulamentações para promover o desenvolvimento. Ou seja, na medida em que é conferido legitimidade ao governo para as implantações de regulamentações as organizações tornam-se canal para executar tais políticas (Khadaroo & Shaikh, 2007; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012). Assim sendo, em linha com o que os dados apresentam, e com os resultados das regressões, não foi possível rejeitar a H1. O que significa que os elementos das matrizes institucionais explicam a variabilidade a governança corporativa ao longo do tempo. Desse modo, na medida que os países apresentam instituições com níveis mais elevado, em termos de garantia contratual, cumprimento dos contratos, as empresas apresentam melhores estruturas de governança. Entende-se essa relação, como incentivos que as empresas recebem do contexto institucional para otimizar as gestões internas, garantir melhor eficiência, qualidade e transparência. Ou seja, mecanismos internos e externos para assegurar que as decisões sejam tomadas no melhor interesse dos *stakeholders* (Silvera, 2006; Carvalho, 2007).

- ii) **Alguns países com elementos das matrizes institucionais de menor qualidade, apresentam boas estruturas na governança corporativa da firma:** Três variáveis tiveram sua significância estatística, porém com o sinal diferente do sinal que era esperado. As variáveis são estabilidade política, eficiência do governo e estado de direito. Outros estudos que utilizaram essas variáveis como explicativa, encontraram coeficientes diferentes a depender dos países que estavam sendo analisados (Isukul & Chizea, 2016; Modugu & Dempere, 2020). Isso ocorre, pois os países possuem elementos institucionais distintos e o período de análise também é um fator que influencia nos resultados. Segundo Kauffman (2017) quando se estuda características em nível de país, elas não sofrem alterações em curto período de tempo, por isso, o autor indica estudar uma janela de 10 anos. Tempo que é possível verificar as mudanças institucionais. Assim, ao encontrar relação significativa com coeficientes negativos, essa relação indica países com particularidades que podem estar influenciado na análise

agregada. O gráfico 8, apresenta a média, por país, das variáveis que tiveram seus coeficientes significativos com sinais negativos. A figura 10 nos mostra de forma visual a presença de alguns países que descolam dos demais. Pode-se observar, por exemplo, como a Índia e a Tailândia descolam dos demais ao apresentarem os menores níveis de instabilidade política, porém, estão muito próximo da média quando observado os níveis de governança corporativa. Tais países apresentam suas particularidades, conforme aponta Vora-Sittha (2012) a Tailândia mesmo com níveis institucionais baixos apresenta históricos de crescimento econômico. Além desse, outros elementos institucionais podem estar relacionados aos países pesquisados. No entanto, não foi o foco deste trabalho verificar quais são esses itens, mas sim, verificar se existem elementos institucionais que explicam a variabilidade da governança corporativa ao longo dos anos. No entanto, em países com maior insegurança jurídica e instabilidade política, as empresas também apresentam qualidade em sua estrutura de governança. Isso representa indícios de que as organizações geram valor, mesmo em países com estruturas institucionais mais fragilizadas.

Gráfico 7- Média das variáveis institucionais que tiveram seus coeficientes negativos



Fonte. Elaboração própria (2020). **Legenda:** PS-Média da variável de Estabilidade Política, GE-Média da variável Eficácia do Governo, RL-Média da variável de Estado de Direito, GOV_CIA-Média da Governança Corporativa das Empresas.

- iii) **A governança corporativa no nível da firma aumenta a relevância das informações contábeis:** A partir dos resultados encontrados, pode-se verificar que a governança corporativa aumenta a relevância das informações contábeis, em linha com Fiador (2013) que aponta ser uma das funções mais importante da GC garantir a qualidade das informações contábeis. Ou seja, os usuários das informações contábeis reconhecem maior valor aos números contábeis divulgados por empresas com melhores estruturas de governança corporativa, de modo que sua divulgação reduz a assimetria de

informação e favorece a previsão dos analistas (Berthelot & Morris, 2008; Dalmácio, Lopes, Rezende & Neto, 2013). Essa maior avaliação por parte dos usuários das informações, para Habib e Azim (2008) é verificada na medida que a governança corporativa auxilia na restrição de práticas oportunistas de gerenciamento de resultados. Adicionalmente, as estruturas de governança corporativa acarretam em melhores decisões e controle da gestão, garantindo maior valor aos investidores e melhor confiança do mercado (Silveira, 2010). Ademais, esses resultados estão em linha com os estudos de Jamaluddin, Mastuki e Ahmad (2009), Lopes (2009), Fiador (2013), Malik e Shah (2013) e Balagobei (2018).

- iv) **Ao longo do tempo, houve queda da relevância do Lucro Líquido por Ação:** Os resultados do modelo de relevância da informação apontaram que a variável Lucro Por Ação apresentou coeficientes significativos com sinal negativo. Em estudo recente, Barth, Li e McLure (2019) estudaram a evolução da relevância das informações contábeis entre 1962 e 2014. No estudo, um dos achados apontou para uma diminuição na relevância do lucro líquido. Isso não significa que essa variável perdeu a significância, mas que com o passar dos anos, outras variáveis contábeis passaram a ser utilizadas como fonte para tomada de decisão. De modo que o Lucro Por Ação diminuiu a relevância. Essa relação foi também encontrada por Peixoto (2018) ao estudar a relevância das previsões dos analistas em países emergentes. Essa relação foi encontrada no presente estudo, o que indica que mesmo que o lucro por ação seja uma das variáveis contábeis mais importantes (Lopes, 2009) ela disputa capacidade informacional com outras variáveis. Adicionalmente, a depender do setor que a empresa atua outras variáveis podem ser mais relevantes (Barth, Li & McLure, 2019).
- v) **As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade dos preços das ações:** Os resultados encontrados, suportam a hipótese de que o ambiente institucional influencia a relevância das informações contábeis. Essa influência ocorre por meio da governança corporativa. Ou seja, existe uma interação entre as instituições e as estruturas organizacionais (North, 1990; Menard & Shirley, 2005) que é o canal pelo qual a relevância das informações é alcançada e o valor econômico é gerado (Reddy & Sharma, 2012). Os resultados estão em linha com Peixoto (2018) ao evidenciar que as características do ambiente que a empresa está inserida é percebida pelos agentes do mercado, de modo que podem contribuir ou não para a incerteza no processo de formação de suas previsões. Na medida em que as sociedades apresentam melhores níveis institucionais, como maior garantia dos direitos de propriedades e cumprimento

dos contratos, existem menores custos de transação, e, em linha com Silveira (2004), essas estruturas moldam os modelos de governança corporativa adotado pelas empresas. Ou seja, conforme as matrizes institucionais se diferenciam nas economias, as práticas de governança são diferenciadas e essas práticas são avaliadas pelo mercado que acaba sendo refletida nos preços das ações. Ou seja, pode-se dizer que quando o mercado está precificando determinado ativo, ele está, ao mesmo tempo, precificando as instituições que cercam aquela empresa.

6 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E ESTUDOS FUTUROS

Esse estudo teve como objetivo verificar a relevância das matrizes institucionais e das informações contábeis nas 20 economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018. Para isso foi verificado i) a relação entre as matrizes institucionais e a governança corporativa, ii) mensurar a relação entre a governança corporativa e a relevância da informação contábil e iii) identificar a relação entre as matrizes institucionais e relevância da informação contábil.

Para isso, foi utilizado o modelo de regressão multinível com medidas repetidas. Foram estimados modelos distintos para suportar as hipóteses do estudo. A amostra foi composta de 2.542 empresas listadas nos 20 países com maior capitalização de mercado. O período de análise compreendeu desde 2010 à 2018, o que resultou em 20.002 observações.

Por meio dos resultados do modelo para a H1, foi verificado que as matrizes institucionais influenciam a governança corporativa das empresas. Ao verificar que as variáveis no nível institucional são significativas para explicar a governança corporativa. Isso significa que as práticas corporativas estão alinhadas com as instituições das diferentes economias, ou seja, que as regras e os conjuntos de regras dos países exercem influência nas estruturas de governança. Na medida em que as sociedades apresentam variabilidade nas estruturas regulatórias, participação da população na seleção dos seus representantes e controle da corrupção a governança das empresas segue essas modificações capturando esses efeitos institucionais e distribuindo valor para os *stakeholders*. Assim, as práticas de governança são vistas como mecanismos dinâmicos que interagem com as matrizes institucionais, ou seja, com o sistema econômico, sistema político, sistema jurídico, cultura, eficiência do governo, entre outros.

No entanto as modificações que as estruturas de governança das empresas sofrem ao longo do tempo, nem sempre são diretamente correlacionadas com as regras institucionais. Algumas economias apresentam estruturas institucionais mais fragilizadas e, no entanto,

apresentam governança corporativa próximo da média dos demais países. Essa relação pode representar indícios de que as organizações geram valor para seus *stakeholders* mesmo em estruturas institucionais mais fragilizadas. No entanto, isso vai de encontro com a idéia subjacente principal de que as matrizes institucionais influenciam a governança corporativa das empresas. Ao encontrar indícios de que as empresas geram valor mesmo em países com estrutura institucionais mais frágeis, é possível que, nesses países, os níveis institucionais sejam resultado dos avanços organizacionais das empresas. Evidente que o foco da atual pesquisa não é de verificar tal indício, porém, pesquisas futuras podem explorar essa relação. Buscar identificar se as matrizes institucionais são resultado da governança corporativa das empresas, conforme indícios encontrados no presente estudo.

No que tange a relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis, a mesma se mostrou significativa. Isso corrobora um dos objetivos da governança corporativa que é fornecer informações relevantes para a tomada de decisão dos usuários externos. Ou seja, com a presença de governança, as informações possuem maior relevância e auxiliam os investidores, analistas e demais stakeholders na tomada de decisão. A isso, é possível inferir que a presença de boas estruturas de governança reduz o oportunismo dos gestores, diminui práticas de gerenciamento e reduz as assimetrias de informação. De modo que, as informações possuem mais fidedignidade e estão mais próximas da realidade econômica da empresa, garantido melhores previsões por parte dos analistas. Assim, os dados contábeis originários de empresas que possuem governança corporativa são mais fidedignos e informativos no fornecimento de insumos para as decisões por parte dos interessados.

Em se tratando da relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil, a comparação do modelo com as variáveis institucionais apresentaram melhores estimações e estimações significativas. Sendo assim, pode-se concluir que o ambiente institucional aumenta a relevância das informações contábeis. Na medida que as informações contábeis reduzem as incertezas, as mesmas transmitem sinais ao mercado de modo que essa transmissão passa a ser mais forte em países com melhores níveis institucionais.

Por fim, os achados são limitados para os países com maiores capitalização de mercado e para as empresas que apresentavam disponibilidade de dados para a variável de governança no período de coleta dos dados. Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se adicionar outras variáveis em nível institucional e macroeconômica. Sugere-se também estudar outros países para além dos que possuem grandes capitalização de mercado.

REFERÊNCIAS

- Adelman, I., & Lohmoller, J. B. (1994). Institutions and development in the nineteenth century: A latent variable regression model. *Structural Change and Economic Dynamics*, 5(2), 329-359.
- Alchian, A. A. (1965), 'Some Economics of Property Rights', *Il Politico*, 30(4): 816–819; reprinted in *Economic Forces at Work* (1977), Indianapolis: Liberty Press
- Almeida, J. E. F. D. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos* (Tese Doutorado, Universidade de São Paulo).
- Anagnostopoulou, S. C. (2017). Accounting quality and loan pricing: The effect of cross-country differences in legal enforcement. *The International Journal of Accounting*, 52(2), 178-200.
- Aguilhera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger?. *Organization studies*, 25(3), 415-443
- Aguilhera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate governance: an international review*, 17(3), 376-387.
- Aguilhera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556.
- Ahlklo, Y., & Lind, C. (2019). E, S or G? A study of ESG score and financial performance.
- Al-Qudah, A. M. (2014). Stock exchange development and economic growth: empirical evidence from Jordan. *International Journal of Business and management*, 9(11), 123.
- Amavilah, V. H. (2009). Globalization, governance, and the economic performance of Sub-Saharan Africa.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Balagobei, S. (2018). Corporate Governance And Value-Relevance Of Accounting Information Of Listed Hotels And Travels In Sri Lanka. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 13(2), 113-126
- Banco Mundial. Market capitalization of listed domestic companies. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> Acesso: 10 nov 2019
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2019). Evolution in value relevance of accounting information. *Working Paper*
- Barth, M.E., Beaver, W.H. and Landsman, W.R. (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 77-104."

- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498.
- Batten, J. A., & Vo, X. V. (2009). An analysis of the relationship between foreign direct investment and economic growth. *Applied Economics*, 41(13), 1621-1641.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In Handbook of the Economics of Finance (Vol. 1, pp. 1-109). *Elsevier*.
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1).
- Bersch, K., & Botero, S. (2014). Measuring governance: Implications of conceptual choices. *The European Journal of Development Research*, 26(1), 124-141.
- Berle, A., & Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property Macmillan. *New York*, 2(3), 45-53.
- Berthelot, S., & Morris, T. (2008). Value-Relevance of the Outside Corporate Governance Information: a Canadian Study.
- Carvalho, K. S. Roma, C. M. S., Araujo, J. M., Oliveira, M. R. G. (2013). A Influência das Variáveis Macroeconômicas Sobre o Valor de Empresas: uma Abordagem a partir do Modelo de Ohlson. In: Encontro da ANPAD, 38, 2013, Rio de Janeiro. *Anais...Rio de Janeiro: ANPAD*.
- Campbell, K. (2013). A statistical analysis of public sector corruption and economic growth. *LUX: A Journal of Transdisciplinary Writing and Research from Claremont Graduate University*, 2(1), 6.
- Chen, H. Y., & Chen, S. S. (2018). Quality of government institutions and spreads on sovereign credit default swaps. *Journal of International Money and Finance*, 87, 82-95.
- Chong, A., & Calderon, C. (2000). Institutional quality and income distribution. *Economic Development and Cultural Change*, 48(4), 761-786.
- Coase, R. H. (1937/2004), 'The Nature of the Firm' (originally published in 1937, *Economia*, 4(16): 386-405, in C. Ménard (ed.), *The Foundations of the New Institutional Economics*, 2004, Cheltenham, UK and Brookfield, VT: Edward Elgar, pp. 51-70.
- Coase, R. H. (1959), 'The Federal Communications Commission', *The Journal of Law and Economics*, 2(October): 1-40.
- Coase, R. H. (1960). 'The Problem of Social Cost', *The Journal of Law and Economics*, 3(October): 1-44.
- Coase, R. H. (1998). 'New Institutional Economics', *American Economic Review*, 88(2), 3-6.
- Claude, M., Shirley, M.M. (2014). The future of new institutional economics: from early intuitions to a new paradigm?. *Journal of Institutional Economics*, 10, pp 541-565
doi:10.1017/S174413741400006X

- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29-61.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Courgeau, D. (Ed.). (2003). *Methodology and epistemology of multilevel analysis: approaches from different social sciences* (Vol. 2). Springer Science & Business Media.
- Carvalho-Da-Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Chong, A., & Calderon, C. (2000). Institutional quality and income distribution. *Economic Development and Cultural Change*, 48(4), 761-786.
- Clague, C. K. (1997). *Institutions and economic development: Growth and governance in less-developed and post-socialist countries*. Johns Hopkins University Press.
- Damodaran, A. (2003). Measuring company exposure to country risk: theory and practice. *Working paper*.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Daniel, S. J., Cieslewicz, J. K., & Pourjalali, H. (2012). The impact of national economic culture and country-level institutional environment on corporate governance practices. *Management International Review*, 52(3), 365-394.
- Demo, P. (1995). Metodologia científica em ciências sociais. São Paulo: *Atlas*.
- DiMaggio, P. and Powell, W. (1983) The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality, *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 1-23.
- Fávero, L. P. L. (2008). Efeito tempo, firma e país no desempenho: uma análise sob a perspectiva da modelagem hierárquica com medidas repetidas. *BBR-Brazilian Business Review*, 5(3), 173-191.
- Fávero, L. P. L., & Confortini, D. (2010). Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. *Pesquisa Operacional*, 30(3), 703-727.

- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Fiani, R. (2003). A natureza multidimensional dos direitos de propriedade e os custos de transação. *Economia e Sociedade*, 12(2), 185-203.
- Filip, A., & Raffournier, B. (2010). The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania. *The International Journal of Accounting*, 45(1), 77-103.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2012). Are busy boards effective monitors?. In *Corporate Governance* (pp. 221-258). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Gala, P. (2001). Teoria e retórica em Douglass North: subsídios para uma análise de sua contribuição (*Doctoral dissertation*).
- Gala, P. (2003). A teoria institucional de Douglass North. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23(2).
- Gray, Cheryl W.; Kaufmann, Daniel. Corrupción y desarrollo. *Finanzas y desarrollo*, v. 35, n. 1, 1998.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Hendriksen, E. S.; Breda M. F. V. (1999). Teoria da contabilidade. 5. ed. São Paulo: *Atlas*
- Homanen, M., & Liang, H. (2018). Universal corporate governance. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance *Working Paper*, (585).
- Huang, P., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2016, February). Minority Acquisitions and Information Risk. In *29th Australasian Finance and Banking Conference* (pp. 19-7)
- Humphries, S. A., & Whelan, C. (2017). National culture and corporate governance codes. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(1), 152-163.
- Isukul, A. C., & Chizea, J. J. (2015). Environmental factors influencing corporate governance: The Nigerian reality. *SAGE Open*, 5(2), 2158244015581380.
- Jamaluddin, A., Mastuki, N. A., & Elmiza Ahmad, A. (2009). Corporate governance reform and the value relevance of equity Book value and earnings in Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7(2), 41-59.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246.
- Knack, S., & Keefer, P. (1995). Institutions and economic performance: cross-country tests using alternative institutional measures. *Economics & Politics*, 7(3), 207-227.
- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103-123.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Zoido, P. (1999). Governance matters. *World Bank policy research working paper*, (2196).
- Kaufmann, D., & Kraay, A. (2007). *Governance indicators: where are we, where should we be going?*. The World Bank.
- Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2018). Corporate governance, earnings management and the value-relevance of accounting information: Evidence from Pakistan. *International Journal of Financial Engineering*, 5(03), 1850025.
- Khadaroo, I., Shaikh, M. (2007). Corporate governance reforms in Malaysia: insights from institutional theory. *Sustainable Development*, 3(1), 37-49.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2014). Corporate governance and risk-taking in New Zealand. *Australian Journal of Management*, 39(2), 227-245.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lee, K. C., & Chen, Y. (2016). The Correlation between National Governance and Accounting Conservatism--A Case Study on the Main Countries of the World. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy*, 11(1).
- Li, J., & Harrison, J. R. (2008). Corporate governance and national culture: a multi-country study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(5), 607-621.
- Lopes, A. B. (2009). The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil (*Doctoral dissertation, The University of Manchester*).
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2007). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: *Atlas*.
- Malik, M. F., & Shah, S. M. A. (2013). Value relevance of firm specific corporate governance and macroeconomic variables: evidence from Karachi stock exchange. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 7(2), 276-297.
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica*. São Paulo: *Atlas*, 143-164.

- Martins, O. S.; Barros, L. A. B. de C. (2018). Influence of information Asymmetry and information environment on the information quality in emerging countries. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 18, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP.
- Masoud, N. M. (2013). The impact of stock market performance upon economic growth. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(4), 788-798.
- Mazumder, M. A. (2015). Stock Market and Economic Development in Bangladesh: A Case Study of Chittagong Stock Exchange. *Global Journal of Management and Business Research*.
- Mechelli, A., & Cimini, R. (2019). Corporate governance, legal systems and value relevance of fair value estimates. Empirical evidence from the EU banking sector. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 48(2), 203-223.
- Ménard, C., & Shirley, M. M. (Eds.). (2005). Handbook of new institutional economics. Dordrecht: *Springer*.
- Modugu, K. P., & dempere, J. (2020). Country-Level Governance Quality and Stock Market Performance of GCC Countries. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 7(8), 185-195.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848.
- Morris, R. D., Pham, T., & Gray, S. J. (2011). The value relevance of transparency and corporate governance in Malaysia before and after the Asian financial crisis. *Abacus*, 47(2), 205-233.
- Motta, J. R. S. T. D. (2001). Uma análise da relação entre mercado de capitais e desenvolvimento. Brasília-DF. Câmara dos Deputados, 3.
- Nagaraj, P., & Zhang, C. (2019). Regulatory quality, financial integration and equity cost of capital. *Review of International Economics*.
- Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- Natis, L. (2001). Modelos hierárquicos lineares. *Estudos em Avaliação Educacional*, (23), 3-29.
- North, D. C. and R. P. Thomas (1973), *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge: Cambridge University Press
- North, D. C. (1993). Economic Performance through Time - Prize Lecture. Disponível em: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1993/north/lecture/>. Acesso: dez 2019
- North D.C. (2005) *Institutions and the Performance of Economies over Time*. In: Ménard C., Shirley M.M. (eds) *Handbook of New Institutional Economics*. Dordrecht: *Springer*.

- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The relative value relevance of shareholder versus stakeholder corporate governance disclosure policy reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84-105.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Osio, M. M. G. (2013). *Análise de modelos de regressão multiníveis simétricos* (Dissertação de Mestrado, - Instituto de Ciências Matemáticas e de Computação - Universidade de São Paulo).
- Oman, C. P., & Arndt, C. (2010). Measuring governance. *OECD Development Centre - Policy Brief No. 39*. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/>. Acesso: dez 2019.
- Paredes, B. J. B., & de Oliveira, M. R. G. (2017). O Impacto dos Fatores Macroeconômicos e de Risco Sobre a Mensuração do Valor das Empresas. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 43-64.
- Pratiwi, A. D., Sutrisno, S., & Rahman, A. F. (2019). Role of Corporate Governance in Increasing the Value Relevance of Earning and Fair Value Measurement of Non-Financial Asset in Indonesia Company. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 6(1), 91-100.
- Posner, R. A. (1997). Social norms and the law: An economic approach. *The American economic review*, 87(2), 365-369.
- Reddy, K., & Sharma, U. (2014). Institutional antecedents of principle-based corporate governance practices: A case study of publicly listed companies in Fiji. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 10(1), 49-82.
- Refinitiv (2019). ESG Data. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-research-data>. Acesso 10 nov 2019.
- Remmer, K. L. (1998). Does democracy promote interstate cooperation? Lessons from the Mercosur region. *International Studies Quarterly*, 42(1), 25-51.
- Rogers, P., e Ribeiro, K. C. (2004). Justificativa de se incorporar o índice de risco Brasil no modelo CAPM. In *IV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil* (Vol. 125).
- Robu, I. B., Carp, M., Istrate, C., Popescu, C., & Robu, M. A. (2016). The value relevance of financial information under the influence of country risks. The case of the Indian listed companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(2), 77-93.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. D. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de administração de empresas*, 48(2), 79-86.
- Santos, S. M. dos, Lemes, S., & Barboza, F. L. de M. (2019). O Value Relevance é relevante?. *Revista De Contabilidade E Organizações*, 13. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.152518>

- Santos, M. A. (2013). *Determinantes da estrutura de capital de empresas em diferentes cenários econômicos e institucionais: um estudo comparativo*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Santos, M. A. (2018). *Hipótese de mercados adaptativos e fatores econômico-institucionais: uma abordagem multinível*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Sampieri, R. H.; Collado, C. F.; Lucio, P. B. (2010) Metodologia da pesquisa. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2016). Creditor rights, country governance, and corporate cash holdings. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 27(1), 65-90.
- Strang, D. and Macy, M. M. (2001) In Search of Excellence: Fads, Success Stories, and Adaptive Emulation, *American Journal of Sociology*, 107, 147–182.
- Sittha, P. V. (2012). Governance and poverty reduction in Thailand. *Modern Economy*, 3(05), 487.
- Silva, J. P., Bonfim, M. P., Gonçalves, R., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na b3. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 48-76.
- Silva, A. L. C., Leal, R. P. C. (2007). Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Atlas.
- Silveira, A. D. M. D. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil (*Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo*).
- Silveira, A. D. M. da. (2005). Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul.
- Silveira, A. D. M. da. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Terra, P. R. S., & De Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 17(42), 35-49.
- Tshipa, J., Brummer, L., Wolmarans, H., & Du Toit, E. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 369-385.
- Tsurushima, T. (2006). Stock exchange development and economic growth. *Revue d'Économie Financière*, 82(1), 45-54.
- Tolbert, P. S. and Zucker, L. G. (1983) Institutional Sources of Change in the Formal Structure

- of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880–1935, *Administrative Science Quarterly*, 28, 22–39.
- Uyar, A., Elbardan, H., & Yamen, A. (2019). Drivers of convergence/divergence of corporate governance codes of MENA countries. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 13(3), 217-243.
- United Nations Development Programme – UNDP. (2002). 8 governance principles, institutional capacity and quality. Disponível em: <https://www.undp.org/content/undp/en/home.html>. Acesso em: dez 2019
- Van Ryzin, G. G. (2011). Outcomes, process, and trust of civil servants. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 21(4), 745-760.
- Volonté, C. (2015). Culture and corporate governance: the influence of language and religion in Switzerland. *Management International Review*, 55(1), 77-118.
- Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, NY: Free Press
- Wallis, J.J, North, D. (1987). Measuring the Transaction Sector in the American Economy, 1870-1970. In: *Long-Term Factors in American Economic Growth*. *University of Chicago Press*.
- Williamson, O. E. (1996), *The Mechanisms of Governance*, Oxford: Oxford University Press
- Worldwide Governance Indicators. (2020). Disponível em: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>. Acesso: fev 2020.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate governance: an international review*, 16(1), 1-15.
- Zeng, T. (2019). Country-level governance, accounting standards, and tax avoidance: a cross-country study. *Asian Review of Accounting*.
- Zheng, P. (2009). A comparison of FDI determinants in China and India. *Thunderbird International Business Review*, 51(3), 263-279.