

**A RELAÇÃO ENTRE ENFORCEMENT LEGAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

**VANESSA MENDES DE LUCA**

FACULDADE DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS IBMEC (FACULDADES IBMEC)

**ALAN DIÓGENES GÓIS**

FACULDADE FIPECAFI (FIPECAFI)

**MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

# A RELAÇÃO ENTRE *ENFORCEMENT* LEGAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO NO DESEMPENHO EMPRESARIAL

## 1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa diz respeito ao conjunto de regras, instituições e práticas que minimizam os custos de agência e a divergência entre retornos sociais e privados na atividade empresarial (Monks & Minow, 1996). A governança corporativa geralmente se fundamenta na Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), que versa sobre o conflito de interesses entre agente e principal, estendendo-se ainda a outros contextos, incluindo-se os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários e entre credores e gestores.

Na literatura pertinente são propostos diversos mecanismos de governança corporativa, classificados em dois grupos: internos e externos (Weir, Laing, & McKnight, 2002). Os mecanismos internos geralmente dizem respeito à estrutura do conselho de administração, enquanto, por sua vez, os mecanismos externos estão relacionados ao mercado de controle corporativo (Weir *et al.*, 2002).

Os mecanismos internos dependem estritamente das estratégias da empresa, que, ao adotar melhores práticas de governança, visa à não expropriação dos direitos de acionistas, à atração de novos investidores e à criação de valor para os acionistas (Cumming, Filatotchev, Knill, Reeb, & Senbet, 2017). Entretanto, a literatura acadêmica revela que os efeitos da adoção de melhores práticas de governança corporativa são inconsistentes (Heracleous, 2001; Huang, 2010; Lin & Hwang, 2010; Siddiqui, 2015), podendo ser influenciados por atributos externos, como, por exemplo, as características do país-sede da empresa (Armstrong, Barth, Jagolinzer, & Riedl, 2010; Filatotchev, Jackson, & Nakajima, 2013).

Nesse contexto, o *enforcement* legal se destaca como uma característica relevante, sendo também considerado um divisor de águas entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento, sugerindo que a eficiência de um sistema judiciário nacional é capaz de gerar mais riqueza para sua economia e garantir maior governança no meio empresarial (Berglöf & Claessens, 2006). O *enforcement* legal diz respeito à atividade voltada para assegurar a observância da legislação de uma área específica, sendo que em países cuja legislação fundamenta-se em tradições (*Common Law*) há um maior *enforcement* em relação à governança, valendo ressaltar que nesse particular o sistema jurídico francês é considerado um dos mais fracos (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Com base na literatura acadêmica, o presente estudo se propõe responder ao seguinte questionamento: Qual o impacto do *enforcement* legal na governança corporativa? Para tanto, tem como objetivo geral investigar a relação entre o *enforcement* legal e a governança corporativa. Adicionalmente, analisa-se o efeito da governança corporativa e do *enforcement* legal no desempenho empresarial. Destarte, conjectura-se que quanto mais forte for o *enforcement* legal de um país, melhores e mais eficientes serão as práticas de governança das suas empresas, gerando, assim, benefícios (melhoria do desempenho empresarial) para investidores e demais *stakeholders*.

Para se atingir o objetivo geral, são analisadas 4.447 empresas de capital aberto (24.025 observações) de 61 países, cujos dados, referentes ao período de 2010 a 2018, são registrados na Thomson Reuters Eikon e no World Bank. A governança corporativa é mensurada pelo pilar Governança da Thomson Reuters ESG Scores (Baldini, Dal Maso, Liberatore, Mazzi, & Terzani, 2018; Velte, 2017). O *enforcement* legal (DeFond & Hung, 2004; Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003; La Porta *et al.*, 1998, 2000) é mensurado pelos indicadores *Rule of law* e *Control of corruption*, conforme utilizados por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2010) e disponibilizados pelo World Bank (Armstrong *et al.*, 2010). O

desempenho empresarial, por sua vez, é mensurado pelo *Return On Assets* (ROA), conforme Siddiqui (2015).

Este estudo contribui para enriquecer tanto a literatura contábil, principalmente no que tange ao objeto da Contabilidade Financeira, quanto os estudos no campo do Direito Empresarial e do Direito Internacional, pois, como já mencionado, a governança corporativa produz efeitos diversos e abrangentes na área de negócios, constituindo um vasto campo de pesquisa interdisciplinar (Cumming *et al.*, 2017). Assim, podem ocorrer implicações divergentes (Heracleous, 2001; Huang, 2010; Lin & Hwang, 2010; Siddiqui, 2015), pondo em dúvida o efeito da governança corporativa em aspectos como a criação de valor e a proteção de interesses, considerando-se diferentes países e distintos contextos legais.

Os fatores característicos dos países podem ser relevantes para explicar a eficiência ou ineficiência da governança corporativa. Armstrong *et al.* (2010) assinalam que um *enforcement* fraco influencia o padrão da propriedade e controle, além de afetar os mecanismos de governança corporativa, podendo enfraquecê-los ou torná-los ineficientes. Como diversas pesquisas analisam a governança corporativa e o *enforcement* como variáveis independentes (Dharmapala & Khanna, 2012; Jia, Ding, Li, & Wu, 2009), esta preenche uma lacuna, ao procurar compreender o efeito do *enforcement* legal na governança corporativa.

Para o ambiente empresarial, destaca-se ainda a contribuição do estudo ao considerar a relevância do tema *enforcement* legal para a governança corporativa e, conseqüentemente, para a capacidade de atração de investimentos externos e de crescimento do desempenho empresarial. Ao adotar estratégias para melhorar a governança corporativa, os gestores e formuladores de políticas devem considerar o impacto do *enforcement* legal, pois a adoção de um mecanismo de governança pode não ter efetividade em um ambiente onde a observância da legislação é considerada fraca.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E ENFORCEMENT LEGAL

A governança corporativa é imprescindível no ambiente dos negócios, haja vista a separação entre propriedade e controle e os problemas de agência dela resultantes (Lin & Hwang, 2010). Jensen e Meckling (1976) observam que ocorrem conflitos de agência quando os acionistas (principal) delegam direitos de decisão aos gestores (agente) na expectativa de que as atitudes dos agentes maximizem a riqueza dos proprietários (principal). Admati (2017) amplia o ambiente em que tais problemas são observados, ao afirmar que a separação entre propriedade e gestão exacerba os conflitos de interesses entre os responsáveis pelo controle da firma e outros, incluindo acionistas, credores, empregados, fornecedores, clientes, órgãos públicos e a sociedade civil.

A governança corporativa trata dos mecanismos adotados para alinhar os interesses dos gestores aos dos investidores e aos dos demais *stakeholders*. Uma boa estrutura de governança corporativa ajuda a garantir a adequada utilização de recursos da empresa no melhor interesse dos seus proprietários, resultando em benefícios como melhor desempenho (Brown & Caylor, 2009; Huang, 2010) e criação de valor para os acionistas (Lerner & Schoar, 2005; Cumming *et al.*, 2017).

Os mecanismos de controle de uma boa governança podem ser classificados em internos e externos, de acordo com o ambiente (Gill, Vijay, & Jha, 2009; Hitt, Ireland, & Hoskisson, 2007). Os mecanismos internos geralmente estão diretamente relacionados à estrutura e ao funcionamento do conselho de administração, considerado o principal órgão da governança corporativa, que atua na condução de assuntos relacionados, por exemplo, às exigências dos acionistas quanto ao desempenho da organização, à avaliação de estratégias e à preparação de relatórios e prestação de contas (Sonsini, 2011). No tocante ao controle externo, destacam-se os controles do mercado de capitais, a atuação de fundos de

investimentos, o ativismo de investidores institucionais e de acionistas, além do ambiente legal e regulatório (Hitt *et al.*, 2007).

Ao adotar boas práticas de governança corporativa, a empresa deve considerar os mecanismos internos e externos de forma conjunta. Assim, por exemplo, uma menor pressão do mercado de capitais e do sistema legal do país aumenta a importância de estabelecer melhores mecanismos internos de governança corporativa (Claessens & Yurtoglu, 2013). Nesse sentido, Klapper e Love (2004) também observam que as práticas de governança corporativa devem levar em conta o nível de proteção ao investidor em cada país.

Embora a Teoria da Agência tenha restringido sua atenção principalmente aos conflitos entre dois grupos de atores (acionistas e gestores), Filatotchev *et al.* (2013) mencionam que o ambiente de negócios em que esses atores desempenham seus papéis é importante e deve ser observado. Os sistemas legais, por exemplo, oferecem diferentes níveis de proteção ao investidor, e, assim, influenciam os custos de agência enfrentados pelos acionistas em distintos países (La Porta *et al.*, 1998).

Admati (2017) afirma que as leis e regulamentos podem ajudar a aliviar os conflitos de interesses no ambiente de negócios, mas tais instituições estão sujeitas a um bom ambiente de informações e controle. Destaca-se, portanto, que a eficácia das práticas de governança corporativa vincula-se a sua adequação ao ambiente organizacional mais amplo (Aguilera, Judge, & Terjesen, 2016), incluindo o cenário legal.

Assim, a proteção legal dos acionistas, por exemplo, inclui tanto os direitos previstos em leis e regulamentos, quanto a efetividade da sua aplicação. La Porta *et al.* (1998, 2000) aduzem que os países com forte proteção aos investidores têm mercado de ações mais desenvolvido, melhor governança corporativa e maior valorização das empresas.

A adequada aplicação e observância da legislação está relacionada ao conceito de *enforcement* legal. As leis e a qualidade do *enforcement* pelos órgãos reguladores e os tribunais de um país são elementos essenciais para a governança corporativa (La Porta *et al.*, 1998) e, conseqüentemente, para o desenvolvimento da economia nacional (Berglöf & Claessens, 2006). Lerner e Schoar (2005) advertem que o *enforcement* legal exerce um impacto crítico nas relações contratuais da firma, sugerindo que os investidores de países de baixo *enforcement* legal têm mais dificuldade e custos mais altos na execução de contratos, em grande parte devido à incapacidade de aplicação das leis.

Fundamentados em La Porta *et al.* (2000), Licht, Goldschmidt e Schwartz (2005) asseveram que geralmente as diferenças de *enforcement* legal são mais adequadamente descritas pela proposição de que alguns países protegem todos os investidores melhor do que outros, e não pela proposição de que alguns países protegem apenas os acionistas enquanto outros países protegem apenas os credores.

Quando os direitos do investidor, como o de voto dos acionistas e o de recuperação e liquidação dos credores, são extensos e os reguladores e tribunais forçam sua observância por meio de adequada aplicação da lei, os investidores são mais propensos a "financiar" as empresas. Em contraste, quando o sistema legal não protege os investidores externos, a governança corporativa e também o mercado de capitais não funcionam bem (La Porta *et al.*, 2000).

A eficácia da aplicação e obediência aos mecanismos legais depende do ambiente geral e específico de controle e de fiscalização (Berglöf & Claessens, 2006). Admati (2017) ressalta que em países onde o sistema legal é bem menos desenvolvido e o nível de *enforcement* é baixo, geralmente pode também ser observado algum tipo de intervenção política, ineficiência e corrupção nos tribunais, apontando ainda para um fraco sistema policial e judicial. Nesses países, o "estado de direito" (*Rule of law*), que, em seu sentido mais amplo, significa que as pessoas devem obediência à legislação e por ela devem ser

governadas (O'Donnell, 2004), não se apresenta de forma adequada, refletindo-se, por exemplo, na baixa qualidade da execução de contratos das firmas (Kaufmann *et al.*, 2010).

Ainda sobre controle e fiscalização do ambiente, Banerjee (2011) assevera que a extensão da fiscalização da observância de leis e regulamentos é considerada uma medida do grau de monitoramento do governo, assim como a severidade da punição pela sua violação. Pache e Santos (2010) afirmam que as autoridades reguladoras funcionam como uma contingência-chave que pode coagir as organizações, devido ao seu poder legal, e, assim, afetar a conformidade das empresas às práticas aceitas ou desejáveis. A extensão do *enforcement* varia de país para país.

Licht *et al.* (2005) alertam que a classificação dos sistemas legais deve ser analisada com cuidado, que existe diversidade e convergência nos sistemas de governança corporativa, e que, portanto, deve ser procedida uma análise sistemática da interface do Direito com as instituições sociais. Assim, considerando-se que as empresas são legalmente sancionadas pelo Estado e o ambiente regulatório (leis e regulamentos) cria padrões de responsabilidade e reforça as normas de legitimidade das práticas organizacionais (Edelman & Stryker, 2005), pode-se afirmar que esse ambiente, incluindo o *enforcement* legal, influencia a adoção de práticas de governança corporativa (Aguilera *et al.*, 2016).

O efeito do ambiente regulatório de um país, também conhecido como sistema legal ou sistema jurídico, tem sido analisado sob diversas perspectivas. Levine (1999), por exemplo, examinou o efeito do ambiente legal no desenvolvimento financeiro e, também, no crescimento econômico de longo prazo. Os resultados revelaram que os intermediários financeiros (aqueles que no sistema financeiro fazem a ponte entre investidores e tomadores de empréstimos) são mais desenvolvidos em países com sistema legal que atribui maior prioridade aos credores em suas reivindicações contra empresas em casos de falência ou reorganização societária. Da mesma forma, os países com o sistema que executa com mais eficácia os contratos desenvolvem melhor os intermediários financeiros do que aqueles onde a execução de contratos é mais fraca, sugerindo que o ambiente legal e regulamentar se correlaciona positivamente com o crescimento econômico.

Os temas *enforcement* legal e governança corporativa, representada pelo desempenho do CEO, foram estudados por DeFond & Hung (2004), os quais encontraram que a forte aplicação da lei está associada a uma melhora na sensibilidade ao desempenho de executivos, consistentemente com as boas práticas de governança corporativa, que exige instituições de *enforcement* legal capazes de proteger os direitos de propriedade dos acionistas.

A relação entre os índices de direitos legais dos investidores, propostos por La Porta *et al.* (1998), e os valores culturais foi analisada por Licht *et al.* (2005). Os autores encontraram que esses índices correlacionam-se com prioridades culturais consistentes com a aceitação social do litígio, e que essa postura pode estar relacionada a uma herança do domínio britânico. Os direitos dos acionistas são mais amplos em países pertencentes à região cultural de língua inglesa; entretanto, esses países não se saem melhor do que outros na proteção de credores, sugerindo, ainda, que não necessariamente há uma alegada superioridade de estatutos em países *Common Law* para proteger os investidores. Assim, a cultura nacional pode impedir reformas e induzir dependência de trajetória em sistemas de governança corporativa (Licht *et al.*, 2005).

Após analisar os investimentos em *private equity* realizados em países em desenvolvimento, Lerner e Schoar (2005) observaram que as transações variam de acordo com o *enforcement* legal de cada nação: investimentos em países de alta fiscalização e *Common Law* geralmente usam ações preferenciais conversíveis, e as transações têm maior valorização e retorno; e em países de baixo *enforcement* legal e *Civil Law* as transações são realizadas com ações ordinárias e dependem do controle acionário e do conselho de administração.

Chen, Chen e Wei (2009) analisaram a influência do nível de proteção legal dos investidores na relação que examina o efeito da governança corporativa no custo de capital nas empresas de mercados emergentes. O resultado revela que a governança corporativa tem um efeito negativo sobre o custo do capital próprio nesses mercados, sendo mais pronunciado em países que fornecem proteção legal relativamente fraca.

Jia *et al.* (2009) analisaram o *enforcement* da China Security Regulatory Commission (equivalente à Comissão de Valores Mobiliários) junto às empresas de capital aberto listadas na bolsa chinesa. Os resultados apontaram que nessas empresas o conselho de administração desempenha um papel ativo quando elas enfrentam ações de fiscalização, indicando efetividade de governança, e que as empresas com maior número de membros no conselho de administração são mais propensas a sofrer sanções mais severas impostas pela dita comissão reguladora.

Ao investigar as reações do mercado de capitais europeu à adoção das normas internacionais de contabilidade (International Financial Reporting Standards – IFRS), Armstrong *et al.* (2010) identificaram uma reação negativa incremental em empresas domiciliadas em países com sistema *Code Law*, sugerindo que nesse ambiente legal as empresas têm uma aplicação mais fraca de normas no âmbito da contabilidade.

Chen, Li e Shapiro (2011) constataram que nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) as boas práticas de governança corporativa (conselho de administração ativo, separação entre presidente e CEO, presença significativa de diretores externos e conselho de administração com dois níveis) não mitigam o efeito negativo da expropriação dos acionistas controladores nas economias emergentes asiáticas, pois as práticas de governança são projetadas principalmente para resolver conflitos entre acionistas e a administração, em vez de conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Os autores também mencionam que em economias desenvolvidas a expropriação dos acionistas controladores pode ser minimizada por meios legais e mecanismos de mercado, recorrendo-se à proteção legal de seus direitos de propriedade; entretanto, nas economias emergentes, instituições jurídicas e financeiras fracas tornam essa opção menos eficaz, podendo, inclusive, empoderar ainda mais os acionistas controladores.

Com base em estudo da governança corporativa em mercados emergentes, Claessens e Yurtoglu (2013) advertem sobre a importância do *enforcement* legal, que, embora difícil de codificar, pode ser obtido por meio da eficiência dos índices de aplicação e execução das leis (*enforcement*) e da ausência de corrupção no país. Esses indicadores podem mostrar diferenças muito maiores do que os meros direitos formais. Esses dois estudiosos encontraram que, em média, o *enforcement* legal é duas vezes maior em países desenvolvidos do que em mercados emergentes e economias em transição; e que a corrupção é muito menor, mas com grande variação. Alguns mercados emergentes, como Chile, Cingapura e Hong Kong, exibem indicadores superiores aos de muitos países desenvolvidos, enquanto outros apresentam indicadores dramaticamente inferiores, especialmente devido ao elevado nível de corrupção (Nigéria e Quênia, por exemplo).

Fundamentados em estudos prévios de governança corporativa que têm como base a Teoria da Agência, Filatotchev *et al.* (2013), após uma análise dos relacionamentos de agência em diferentes contextos institucionais, sugerem que os pesquisadores devem ter uma visão holística ao considerar os resultados de desempenho do conselho de administração, de concentração de propriedade e de incentivos dos executivos, a depender do sistema legal e das características institucionais do país.

Diante do exposto, com base na literatura apresentada, e considerando que a forma como o ambiente lida com leis e regulamentos determina a eficácia dos mecanismos de controle corporativos, formulam-se duas hipóteses de pesquisa:

Hipótese 1: o *enforcement* legal influencia a governança corporativa.

Hipótese 2: a relação positiva entre governança corporativa e desempenho empresarial é maior em países de maior *enforcement* legal.

### 3. METODOLOGIA

Trata-se de estudo teórico-empírico, podendo ser caracterizado quanto aos objetivos, abordagem e procedimentos. Quanto aos objetivos, consiste em pesquisa descritiva, por procurar descrever a relação entre *enforcement* legal e governança corporativa; quanto à abordagem, configura-se como quantitativa, por empregar técnicas estatísticas; e quanto aos procedimentos, mostra-se documental, por utilizar dados secundários, especificamente de três bancos de dados: Thomson Reuther Eikon, World Bank e JuriGlobe.

A população da pesquisa reúne empresas não financeiras listadas em mercados de capitais. Para seleção da amostra, foram definidos alguns critérios: (i) as empresas devem possuir dados sobre governança na Thomson Reuter Eikon referentes a pelo menos um dos exercícios financeiros do período de análise (2010-2018) (5.484 empresas); (ii) as empresas devem pertencer a países que possuem dados no World Bank quanto aos indicadores de governança nacional e ao Produto Interno Bruto (4.748 empresas); e (iii) as empresas devem possuir dados econômico-financeiros para a mensuração das variáveis em estudo (4.447 empresas).

A delimitação do período de análise entre 2010 e 2018 se justifica por se tratar de um período após a última crise financeira mundial, que eclodiu em meados de 2007, indo até meados de 2009 (Scott, 2012).

Para atender ao objetivo geral e viabilizar o teste das duas hipóteses de pesquisa, o estudo aplica três tipos de análise (univariada, bivariada e multivariada). A análise univariada emprega a estatística descritiva (média, desvio-padrão, mínimo e máximo), com o intuito de possibilitar a compreensão do comportamento das variáveis dependente, independente e de controle. A análise bivariada aplica a correlação de Pearson para identificar correlações entre as variáveis e possíveis problemas de multicolinearidade. A análise multivariada se efetiva por meio da análise de regressão múltipla com dados em painel, efeitos aleatórios e erros robustos, para investigar o impacto do *enforcement* legal na governança corporativa, assim como o impacto conjunto do *enforcement* legal e da governança corporativa no desempenho empresarial.

Por meio da Equação 1, pode-se testar se a Hipótese 1 deve ser aceita ou rejeitada.

$$GOV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ENF_{it} + \Sigma \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

Espera-se que o  $\beta_1$  possua sinal positivo, indicando que o *enforcement* legal (ENF) influencia positivamente a governança corporativa (GOV).

Na Equação 1, a variável dependente é a governança corporativa (GOV), referindo-se à Hipótese 1, sendo mensurada por meio do pilar da governança corporativa (GOV) do índice ESG (*Environmental, Social and Governance*), da Thomson Reuter Eikon. O pilar da governança corporativa (GOV) é formado por três categorias (*Management, Shareholders e CSR Strategy*). Tais categorias incluem 54 assertivas (32, 12 e 8, respectivamente), sendo que quanto maior for GOV, maior é a governança corporativa.

A variável independente é o *enforcement* legal (ENF), obtido pelo somatório dos valores padronizados dos indicadores *Rule of law* e *Control of corruption*, propostos por Kaufmann *et al.* (2010), e disponibilizados pelo World Bank (DeFond & Hung, 2004; Leuz *et al.*, 2003; La Porta *et al.*, 1998), em que, quanto maior for ENF, maior é o *enforcement* legal do país.

As variáveis de controle são o tamanho da empresa (TAM: logaritmo natural do Ativo), endividamento (END: razão entre a dívida total e o Ativo), crescimento de vendas (CRES: variação proporcional da receita de vendas), fluxo de caixa operacional (FCO: razão entre o fluxo de caixa operacional e o Ativo), prejuízo (PREJ: variável binária, em que “1” significa que a empresa teve prejuízo no período anterior, e “0” significa o contrário), e o desenvolvimento econômico do país mensurado por meio do Produto Interno Bruto (PIB: logaritmo natural do Produto Interno Bruto).

Por meio da Equação 2 pode-se testar se a Hipótese 2 deve ser aceita ou rejeitada, e adota como variável dependente o desempenho empresarial mensurado por meio do *Return On Assets* (ROA), representado pela razão entre o lucro líquido antes de itens extraordinários e o Ativo (Siddiqui, 2015).

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 ENF_{it} + \beta_3 (GOV \times ENF)_{it} + \Sigma \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Espera-se que o  $\beta_3$  possua sinal positivo, significando que as empresas com melhores práticas de governança corporativa (GOV) e sediadas em países de alto *enforcement* legal (ENF) apresentam maior desempenho empresarial (ROA).

Como teste de robustez, mensura-se também o *enforcement* legal por meio do sistema jurídico (COM) de acordo com a definição do JuriGlobe, sendo uma variável binária, em que o valor “1” significa *Common Law* e “0” significa um caso diverso (*Civil Law*, *Muslim Law* e *Mixed Law*).

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para se compreender a composição da amostra, inicialmente se procede a uma análise por país, região, sistema jurídico e *enforcement* (Tabela 1).

Tabela 1 – Composição da amostra

País	Região	Sistema Jurídico	<i>Enforcement</i>	Observações (%)
África do Sul	África	<i>Mixed Law</i>	-2,795	2,68
Alemanha	Europa	<i>Civil Law</i>	1,3822	2,27
Arábia Saudita	Ásia	<i>Muslim Law</i>	-3,0512	0,19
Argentina	América Latina	<i>Civil Law</i>	-4,4903	0,07
Austrália	Oceania	<i>Common Law</i>	1,6595	7,82
Áustria	Europa	<i>Civil Law</i>	1,4354	0,36
Bahrein	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-2,2686	0,02
Bélgica	Europa	<i>Civil Law</i>	0,5662	0,61
Bermudas	América Anglo-Saxônica	<i>Common Law</i>	-0,372	0,14
Brasil	América Latina	<i>Civil Law</i>	-3,5869	0,35
Canadá	América Anglo-Saxônica	<i>Common Law</i>	1,6805	5,91
Cazaquistão	Ásia	<i>Civil Law</i>	-4,9319	0,03
Chile	América Latina	<i>Civil Law</i>	0,3354	0,5
China	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-4,3388	3,58
Cingapura	Ásia	<i>Mixed Law</i>	1,8308	1,16
Ciprus	Europa	<i>Mixed Law</i>	-0,4915	0,06
Colômbia	América Latina	<i>Civil Law</i>	-4,0458	0,13
Coreia do Sul	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-1,2023	2,49
Dinamarca	Europa	<i>Civil Law</i>	2,2704	0,65
Egito	África	<i>Mixed Law</i>	-4,4133	0,17
Emirados Árabes Unidos	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-1,1283	0,16
Espanha	Europa	<i>Civil Law</i>	-0,4745	0,96
Estados Unidos da América	América Anglo-Saxônica	<i>Common Law</i>	0,744	28,14
Filipinas	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-4,527	0,44
Finlândia	Europa	<i>Civil Law</i>	2,254	0,78
França	Europa	<i>Civil Law</i>	0,5411	2,51



Grécia	Europa	<i>Civil Law</i>	-2,329	0,32
Hong Kong	Ásia	<i>Mixed Law</i>	1,2378	2,86
Hungria	Europa	<i>Civil Law</i>	-1,7038	0,1
Índia	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-3,6415	1,83
Indonésia	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-4,7352	0,77
Irlanda	Europa	<i>Common Law</i>	1,1097	0,89
Israel	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-0,7594	0,35
Itália	Europa	<i>Civil Law</i>	-2,3463	0,71
Japão	Ásia	<i>Mixed Law</i>	0,5281	11,43
Kuwait	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-2,479	0,09
Luxemburgo	Europa	<i>Civil Law</i>	1,7812	0,24
Macau	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-1,4386	0,09
Malásia	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-2,3141	1,22
Marrocos	África	<i>Mixed Law</i>	-3,7719	0,05
México	América Latina	<i>Civil Law</i>	-4,4103	0,78
Noruega	Europa	<i>Civil Law</i>	2,1206	0,45
Nova Zelândia	Oceania	<i>Common Law</i>	2,2814	0,73
Omã	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-2,1315	0,03
Países Baixos	Europa	<i>Civil Law</i>	1,8526	1,04
Panamá	América Latina	<i>Civil Law</i>	-3,6992	0,03
Papua Nova Guiné	Oceania	<i>Mixed Law</i>	-4,9659	0,06
Peru	América Latina	<i>Civil Law</i>	-4,366	0,12
Polônia	Europa	<i>Civil Law</i>	-1,6956	0,48
Portugal	Europa	<i>Civil Law</i>	-0,4149	0,18
Qatar	Ásia	<i>Mixed Law</i>	-0,9588	0,11
Quênia	África	<i>Mixed Law</i>	-4,9433	0,01
Reino Unido	Europa	<i>Common Law</i>	1,3549	7,91
República Tcheca	Europa	<i>Civil Law</i>	-1,3469	0,07
Rússia	Europa	<i>Civil Law</i>	-4,9659	0,79
Suécia	Europa	<i>Civil Law</i>	2,2123	1,4
Suíça	Europa	<i>Civil Law</i>	1,9399	1,76
Tailândia	Ásia	<i>Civil Law</i>	-3,7303	0,68
Turquia	Ásia	<i>Civil Law</i>	-3,1496	0,18
Ucrânia	Europa	<i>Civil Law</i>	-4,9465	0,03
Zimbabué	África	<i>Mixed Law</i>	-4,9659	0,03

Nota. *Enforcement* corresponde à média dos anos analisados.

Os países mais representativos da amostra são Austrália, Canadá, Estados Unidos, Japão e Reino Unido, que, juntos, reúnem 61,3% das observações. Quanto ao sistema jurídico, aproximadamente 51% dos países são considerados *Civil Law*; ou seja, nesses países as entidades políticas inspiraram-se amplamente no Direito Romano, dando precedência à lei escrita, o que é considerado de baixo *enforcement legal* (La Porta *et al.*, 1998).

Entretanto, considerando-se os preceitos de Armstrong *et al.* (2010), alguns dos países de sistema jurídico *Civil Law* (Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia) possuem alto *enforcement legal*, havendo uma adequada aplicação e observância da legislação, protegendo os investidores, o que se reflete no desenvolvimento econômico. Apesar disso, segundo a literatura acadêmica (Armstrong *et al.*, 2010; DeFond & Hung, 2004; Leuz *et al.*, 2003; La Porta *et al.*, 1998), os países caracterizados como *Common Law* são os que possuem maior *enforcement legal*, com exceção de Bermuda, possibilitando, assim, que se utilize o sistema jurídico como *proxy* para o *enforcement*.

Na sequência, utiliza-se a estatística descritiva para analisar o comportamento das variáveis de interesse do estudo (Tabela 2).

Tabela 2 – Estatística descritiva

Variável	Nº de Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROA	24025	0,0396	0,1032	-0,9289	0,3050
GOV	24025	0,4978	0,2108	0,0768	0,9303

ENF	24025	0,2729	1,8350	-5,0846	2,3863
COM	24025	0,5138	0,4998	0,0000	1,0000
TAM	24025	22,1733	1,5231	16,4676	26,9686
CRES	24025	0,1009	0,4874	-0,9796	6,1694
END	24025	0,2554	0,1828	0,0000	0,9480
FCO	24025	0,0876	0,0851	-0,6511	0,3744
PREJ	24025	0,1572	0,3640	0,0000	1,0000
PIB	24025	28,7006	1,4743	24,1056	30,6007

Nota. ROA: Desempenho empresarial; GOV: Governança corporativa; ENF: *Enforcement* legal; COM: *Common Law*; TAM: Tamanho da empresa; CRES: Crescimento de vendas; END: Endividamento; FCO: Fluxo de caixa operacional; PREJ: Prejuízo; PIB: Desenvolvimento econômico.

Observa-se que as empresas apresentam desempenho médio positivo, podendo isso ser o reflexo (1) de boas práticas de governança, já que a média da governança corporativa é de aproximadamente 50%; e (2) do *enforcement* legal do país, porquanto a média de ENF é positiva, e, como dito anteriormente, mais da metade da amostra está sediada em países *Common Law*, que são caracterizados por alto nível de *enforcement*.

Como a amostra reúne empresas que em algum período responderam ao questionário da ESG da Thomson Reuters, supõe-se que todas elas sejam de grande porte. Assim, a amostra apresenta empresas com Ativo médio de 13 bilhões de dólares (TAM = 22,17). Além disso, são empresas em crescimento (CRES = 0,10), de endividamento baixo, já que as dívidas representam um quarto de seus ativos (END = 0,25), e que utilizam de forma eficiente seus ativos, porquanto o FCO é de 8,76%, sendo que o máximo assinalado pela amostra é de 37,44%. Ademais, apenas aproximadamente 16% da amostra apresentaram prejuízo no exercício anterior.

Antes de analisar as relações de influência, e, assim, concluir quanto à aceitação/rejeição das hipóteses de pesquisa, e entender o comportamento das variáveis, foi procedida a correlação de Pearson.

Tabela 3 – Correlação de Pearson

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)	1									
(2)	0,0415 <sup>(a)</sup>	1								
(3)	-0,0823 <sup>(a)</sup>	0,0073	1							
(4)	-0,0701 <sup>(a)</sup>	0,0073	0,4570 <sup>(a)</sup>	1						
(5)	0,1200 <sup>(a)</sup>	0,2760 <sup>(a)</sup>	-0,1110 <sup>(a)</sup>	-0,2450 <sup>(a)</sup>	1					
(6)	0,01230 <sup>(c)</sup>	-0,0517 <sup>(a)</sup>	-0,0043	0,0591 <sup>(a)</sup>	-0,0765 <sup>(a)</sup>	1				
(7)	-0,1530 <sup>(a)</sup>	0,0150 <sup>(b)</sup>	-0,0462 <sup>(a)</sup>	0,0576 <sup>(a)</sup>	0,2290 <sup>(a)</sup>	-0,0426 <sup>(a)</sup>	1			
(8)	0,6030 <sup>(a)</sup>	0,0672 <sup>(a)</sup>	-0,0340 <sup>(a)</sup>	0,0346 <sup>(a)</sup>	0,0336 <sup>(a)</sup>	-0,0458 <sup>(a)</sup>	-0,1020 <sup>(a)</sup>	1		
(9)	-0,4090 <sup>(a)</sup>	-0,0419 <sup>(a)</sup>	0,0710 <sup>(a)</sup>	0,1280 <sup>(a)</sup>	-0,1890 <sup>(a)</sup>	0,0889 <sup>(a)</sup>	0,0839 <sup>(av)</sup>	-0,2870 <sup>(a)</sup>	1	
(10)	-0,0232 <sup>(a)</sup>	0,0002	0,1060 <sup>(a)</sup>	0,5000 <sup>(a)</sup>	0,1020 <sup>(a)</sup>	0,0201 <sup>(a)</sup>	0,0740 <sup>(a)</sup>	0,0272 <sup>(a)</sup>	0,0309 <sup>(a)</sup>	1

Nota. <sup>(a)</sup> p < 0.01, <sup>(b)</sup> p < 0.05, <sup>(c)</sup> p < 0.1.

(1): ROA = Desempenho empresarial; (2) GOV = Governança corporativa; (3) ENF = *Enforcement* legal; (4) COM = *Common Law*; (5) TAM = Tamanho da empresa; (6) CRES = Crescimento de vendas; (7) END = Endividamento; (8) FCO = Fluxo de caixa operacional; (9) PREJ = Prejuízo; (10) PIB = Desenvolvimento econômico.

Como era esperado, as variáveis ENF e COM são positivamente correlacionadas, já que ambas representam o nível de *enforcement* de um país (Armstrong *et al.*, 2010), corroborando, assim, a utilização de ambas.

Sem se considerar os demais fatores, a governança corporativa (GOV) não possui correlação significativa com o *enforcement* legal (ENF) ou com o sistema jurídico *Common Law* (COM), mas, apesar disso, apresenta uma correlação positiva. Esse fato não condiz com o que relata a literatura acadêmica (Aguilera *et al.*, 2016; Berglöf & Claessens, 2006; La Porta *et al.*; 1998, 2000), e rejeitaria a Hipótese 1, pois espera-se que quanto maior for o *enforcement* de um país, maior é a governança corporativa.

Analisando-se a governança corporativa (GOV) e o *enforcement* legal (ENF e COM) com o desempenho empresarial (ROA), observa-se que apenas a governança corporativa possui uma correlação positiva com o desempenho empresarial, condizente com Bhagat e Bolton (2008) e Brown e Caylor (2008). O *enforcement* legal, por sua vez, possui correlação negativa com o desempenho empresarial, divergindo dos preceitos de Elango e Lahiri (2014) e La Porta *et al.* (1998). Contudo, Anderson e Gupta (2009) demonstraram que o *enforcement* legal, mensurado pelo sistema jurídico, apresentou uma correlação negativa com o desempenho empresarial, pois o *enforcement* conduz a uma maior concorrência, impactando o desempenho (Elango & Lahiri, 2014).

Para testar as duas hipóteses, foi empregada a regressão múltipla com dados em painel com efeitos aleatórios e erros robustos (Tabela 4).

Tabela 4 – Análise de regressão

		Modelo 1	Modelo 2
Governança Corporativa	GOV		-0,013(***) (0,003)
Governança Corporativa× <i>Enforcement</i> Legal	GOV × ENF		0,003(**) (0,002)
<i>Enforcement</i> Legal	ENF	0,004(**) (0,002)	-0,004(***) (0,001)
Tamanho da Empresa	TAM	0,038(***) (0,002)	0,010(***) (0,001)
Crescimento de Vendas	CRES	-0,007(***) (0,002)	0,015(***) (0,002)
Endividamento	END	0,027(**) (0,013)	-0,088(***) (0,008)
Fluxo de Caixa Operacional	CFO	0,028 (0,017)	0,635(***) (0,019)
Prejuízo	PREJ	0,000 (0,003)	-0,040(***) (0,002)
Desenvolvimento Econômico	PIB	-0,002 (0,002)	-0,003(***) (0,001)
Intercepto		-0,289(***) (0,064)	-0,117(***) (0,026)
R <sup>2</sup> overall		0,078	0,432
R <sup>2</sup> between		0,095	0,677
R <sup>2</sup> within		0,011	0,165
Chi <sup>2</sup>		516,978(***)	2597,979(***)
Observações		24025	24025
Empresas		4447	4447

Nota. (\*)  $p < 0.1$ , (\*\*)  $p < 0.05$ , (\*\*\*)  $p < 0.01$ . Valores entre parênteses representam os erros-padrões robustos. Modelo 1: GOV: Governança corporativa; Modelo 2: ROA: Desempenho empresarial. ENF: *Enforcement* legal; TAM: Tamanho da empresa; CRES: Crescimento de vendas; END: Endividamento; FCO: Fluxo de caixa operacional; PREJ: Prejuízo; PIB: Desenvolvimento econômico.

Por meio do Chi<sup>2</sup>, observa-se que os modelos são significantes, indicando que pelo menos uma das variáveis explica a governança (Modelo 1) e/ou o desempenho empresarial (Modelo 2).

O Modelo 1 procura testar a Hipótese 1, em que se observa uma relação positiva entre a governança corporativa (GOV) e o *enforcement* legal (ENF), sugerindo que as empresas sediadas em países de alto *enforcement* legal adotam melhores práticas de governança corporativa. Desse modo, esse resultado não rejeita a Hipótese 1, na qual a eficácia das

práticas de governança corporativa é reflexo de uma adequação ao *enforcement* legal de um país (Aguilera *et al.*, 2016; La Porta *et al.*, 1998), onde as leis e regulamentos auxiliam na redução de conflitos de interesses (Admati, 2017). Observa-se ainda que as empresas maiores, mais endividadas e de menor crescimento são aquelas que adotam melhores práticas de governança corporativa.

O Modelo 2, por sua vez, procura testar a Hipótese 2, em que se observa uma relação positiva entre a interação da governança corporativa (GOV) com o *enforcement* legal (ENF) e o desempenho empresarial, indicando que as empresas sediadas em países de alto *enforcement* legal e que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentam desempenho empresarial maior. Destarte, não se rejeita a Hipótese 2, pois observa-se que há uma relação complementar entre a governança corporativa e o *enforcement* legal, podendo essa relação ensejar redução de custos de agência, maior proteção dos investidores e maiores garantias contratuais, o que impacta tanto o desempenho empresarial como o econômico nacional (Berglöf & Claessens, 2006; Filatotchev *et al.*, 2013; Klapper & Love, 2004; Lerner & Schoar, 2005; La Porta *et al.*, 1998).

Quanto às variáveis de controle, observa-se que todas são significantes, sendo que o tamanho da empresa (TAM), o crescimento de vendas (CRES) e o fluxo de caixa operacional (FCO) apresentam relação positiva como o desempenho empresarial (ROA). Contudo, o endividamento (END), o prejuízo anterior (PREJ) e o desenvolvimento econômico (PIB) apresentam relação negativa com o desempenho empresarial (ROA).

Apesar de os resultados serem consistentes com a literatura pertinente, procedeu-se a um teste de robustez, substituindo-se o *enforcement* legal pelo sistema jurídico, esperando-se que as empresas sediadas em países de sistema jurídico *Common Law* teriam melhor governança corporativa e, assim, melhor desempenho.

Tabela 5 – Teste de robustez

		Modelo 1	Modelo 2
Governança Corporativa	GOV		-0,018(***) (0,004)
Governança Corporativa × <i>Common Law</i>	GOV × COM		0,011(*) (0,006)
<i>Common Law</i>	COM	0,037(***) (0,007)	-0,009(**) (0,004)
Tamanho da Empresa	TAM	0,040(***) (0,002)	0,010(***) (0,001)
Crescimento de Vendas	CRES	-0,007(***) (0,002)	0,015(***) (0,002)
Endividamento	END	0,023(*) (0,013)	-0,087(***) (0,008)
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	0,027 (0,017)	0,636(***) (0,019)
Prejuízo	PREJ	0,000 (0,003)	-0,040(***) (0,002)
Desenvolvimento Econômico	PIB	-0,008(***) (0,002)	-0,002(***) (0,001)
Intercepto		-0,200(***) (0,065)	-0,121(***) (0,026)
R <sup>2</sup> overall		0,087	0,431
R <sup>2</sup> between		0,102	0,677
R <sup>2</sup> within		0,01	0,165
Chi <sup>2</sup>		527,032(***)	2562,789(***)
Observações		24025	24025
Empresas		4447	4447

Nota. (\*) p < 0.1, (\*\*) p < 0.05, (\*\*\*) p < 0.01. Valores entre parênteses representam os erros-padrões robustos. Modelo 1: GOV: Governança corporativa; Modelo 2: ROA: Desempenho empresarial. COM: *Common Law*; TAM: Tamanho da empresa; CRES: Crescimento de vendas; END: Endividamento; FCO: Fluxo de caixa operacional; PREJ: Prejuízo; PIB: Desenvolvimento econômico.

Com base na Tabela 5, observa-se que os resultados mantiveram-se constantes, sendo que as empresas sediadas em países de alto *enforcement* (sistema jurídico *Common Law*) adotam melhores práticas de governança corporativa (Hipótese 1) e que as empresas com melhores práticas de governança corporativa e sediadas em países de *Common Law* apresentam melhor desempenho (Hipótese 2).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo elegeu como objetivo geral a análise da relação entre o *enforcement* legal e a governança corporativa. Adicionalmente, analisou-se o efeito da governança corporativa e do *enforcement* legal no desempenho empresarial. Para tanto, foram analisadas 4.447 empresas (24.025 observações) não financeiras de capital aberto de 61 países cujos dados referentes ao período 2010-2018 são registrados na Thomson Reuters Eikon e no World Bank.

Apesar de a amostra conter maior número de países de sistema jurídico *Civil Law*, mais de 60% das empresas são sediadas em países de sistema jurídico *Common Law*, ou seja, aqueles tidos como de alto *enforcement* legal. Entretanto, observou-se que utilizando-se os indicadores *Rule of law* e *Control of corruption* como *proxy* para *enforcement*, percebe-se que muitos países de sistema jurídico *Civil Law*, especialmente os nórdicos, possuem alto *enforcement*. Desse modo, o sistema jurídico baseado em tradições e jurisprudência (*Common Law*) não seria o único fator a assegurar os direitos de investidores, e, conseqüentemente, a auxiliar no desenvolvimento do país.

Ao se analisar a relação entre a governança corporativa (GOV) e o *enforcement* legal (ENF), constatou-se que as empresas sediadas em países de forte *enforcement* legal adotam melhores práticas de governança corporativa. Assim, o fato de a empresa ser sediada em país onde as regras, normas, leis e regulamentos são efetivos e obedecidos auxilia no desenvolvimento de melhores práticas de governança corporativa, havendo, por conseguinte, maior garantia de direitos aos investidores, o que aumenta a atratividade do país para outros investidores.

Essa relação positiva gera reflexos no desempenho empresarial operacional, sugerindo-se que da relação complementar entre a governança corporativa e o *enforcement* legal resulte uma redução de custos de agência, maior proteção dos investidores e maiores garantias contratuais. Em outras palavras, o desempenho empresarial é reflexo de melhores mecanismos de controle, maior proteção de investidores e maiores garantias contratuais, na medida em que tais aspectos reduzem a atuação dos gestores em benefício de seus próprios interesses.

Nenhuma das duas hipóteses de pesquisa foi rejeitada, demonstrando que os aspectos de governança nos contextos da empresa e do país são relevantes para que as firmas obtenham maior desempenho. Com base nesse resultado, também se preconiza que os executivos de alto escalão podem, dentre várias relevantes decisões de internacionalização, decidir estrategicamente, por exemplo, onde abrir filiais ou realizar combinações de negócios.

Dessa forma, e corroborando os preceitos da Teoria da Agência e sua argumentação sobre a existência de conflitos entre o principal e o agente, depreende-se, ainda, que os executivos de alto escalão, responsáveis por órgãos mitigadores desses conflitos, devem ponderar o impacto do *enforcement* legal ao buscar melhores práticas de governança corporativa, pois tais práticas podem não ser eficientes em um ambiente onde a obediência à legislação é considerada fraca. Ademais, o estudo demonstra a importância do Direito no ambiente de negócios, atuando na normatização da governança no âmbito de cada empresa e de cada país.

A principal limitação do estudo diz respeito à variável governança corporativa, ou seja, o pilar da governança corporativa da Thomson Reuter Eikon, pois restringe a amostra, já

que não são muitas as empresas que respondem ao questionário da Thomson Reuter para a criação dos indicadores *Environmental, Social and Governance* (ESG). Limita também o período de análise, pois apesar de trabalhar com dados anteriores a 2010, antes de 2007 o número de empresas diminui e se concentra basicamente nos Estados Unidos. Entretanto, apesar disso, o pilar da governança corporativa da Thomson Reuter Eikon não deixa de ser uma variável robusta, pois aborda diversos aspectos da governança corporativa e tem sido amplamente utilizada pela literatura acadêmica.

Para pesquisas futuras, sugere-se analisar os efeitos do *enforcement* legal e da governança corporativa na qualidade da informação contábil, levando-se em conta que quanto maiores forem o *enforcement* legal e a governança corporativa, maior deve ser a qualidade da informação contábil, contribuindo para atrair novos investidores e para auxiliar os *stakeholders* no processo decisório. Recomenda-se ainda que a referida análise considere a regulação a que as empresas estão sujeitas, a fim de verificar se, nesse contexto – *enforcement* legal e governança corporativa – os aspectos regulatórios influenciam a qualidade da informação.

## REFERÊNCIAS

- Admati, A. R. (2017). A skeptical view of financialized corporate governances. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3, Summer), 131-150.
- Aguilera, R. V., Judge, W. Q., & Terjesen, S. A. (2016). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 1-50.
- Anderson, A., & Gupta, P. P. (2009). A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(2), 61-79.
- Armstrong, C. S., Barth, M. E., Jagolinzer, A. D., & Riedl, E. J. (2010). Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review*, 85(1), 31-61.
- Baldini, M., Maso, L., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 79-98.
- Banerjee, D. (2011). On the sufficiency of regulatory enforcement in combating piracy. *Journal of Regulatory Economics*, 40(2), 160-176.
- Berglöf, E., & Claessens, S. (2006). Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 123-150.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2009). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Financing and Accounting*, 32(12), 129-144.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 15(3), 273-289.
- Chen, V. Z., Li, J., & Shapiro, D. M. (2011). Are OECD-prescribed “good corporate governance practices” really good in an emerging economy? *Asia Pacific Journal of Management* 28(1), 115-138.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15(C), 1-33.
- Cumming, D., Filatotchev, I., Knill, A., Reeb, D. M., & Senbet, L. (2017). Law, finance, and the international mobility of corporate governance. *Journal of International Business Studies*, 48(2), 123-147.

- Defond, M. L., & Hung, M. (2004). Investor protection and corporate governance: evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269-312.
- Dharmapala, D., & Khanna, V. (2012). Corporate governance, enforcement, and firm value: evidence from India. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 29(5), 1056-1084.
- Edelman, L. B., & Stryker, R. (2005). A sociological approach to law and the economy. In R. Swedberg, & N. Smelser (Eds.). *The handbook of economic sociology* (pp. 527-553). Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: a review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986.
- Gill, M. S., Vijay, T. S., & Jha, S. (2009). Corporate governance mechanisms and firm performance: a survey of literature. *The Icfai University Journal of Corporate Governance*, 8(1), 7-21.
- Heracleous, L. (2001). What is the impact of corporate governance on organisational performance? *Corporate governance: An International Review*, 9(3), 165-173.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2007). *Strategic management: competitiveness and globalization*. Ohio: Thomson/South-Western.
- Huang, C. J. (2010). Corporate governance, corporate social responsibility and corporate performance. *Journal of Management & Organization*, 16(5), 641-655.
- 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.
- Jia, C., Ding, S., Li, Y., & Wu, Z. (2009). Fraud, enforcement action, and the role of corporate governance: evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 90(4), 561-576.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. *Policy Research Working Paper 5430*. Washington, D. C.: The World Bank.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10 (5), 703-728.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2), 8-35.
- Licht, A. N., Goldschmidt, C., & Schwartz, S. H. (2005). Culture, law and corporate governance. *International Review of Law and Economics*, 25(2), 229-255.
- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: a meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Monks, R. A., & Minow, N. (1996). *Watching the watchers: corporate governance for the 21st century*. Malden: Blackwell.
- O'Donnell, G. (2004). The quality of democracy: why the rule of law matters. *Journal of Democracy* 15(4), 32-46.

- Pache, A. C., & Santos, F. (2010). When worlds collide: the internal dynamics of organizational responses to conflicting institutional demands. *Academy of Management Review*, 35(3), 455-476.
- Siddiqui, S. S. (2015). The association between corporate governance and firm performance—a meta-analysis. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 218-237.
- Sonsini, L. (2011). Tensions in the boardroom in 2011: a perspective. *The Corporate Advisor*, 19(2), 39-40.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178.
- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611.