

Os Impactos da Governança Corporativa no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras após a Emissão de American Depositary Receipt (ADR)

THALITA EMANUELLE FARIAS BASTOS

BRUNNO DA SILVA

ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

OS IMPACTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS APÓS A EMISSÃO DE *AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT* (ADR)

1. INTRODUÇÃO

Com a evolução do mercado de capitais, observa-se, cada vez com maior frequência, a separação da propriedade e do controle da empresa, o que gera espaço para o que se denomina de conflito da agência, causado pelo conflito de interesses existentes entre o proprietário e os gestores (JENSEN; MECKLING, 1976).

O tema governança corporativa tem sido destacado em diferentes programas de fomento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Órgãos reguladores de mercado, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), recentemente implementaram diferentes estratégias que buscam despertar a confiança e a proteção legal aos fornecedores de capital das companhias brasileiras, sobretudo aos seus proprietários, sejam controladores ou minoritários.

Diversos estudos têm tentado explicar a relação das diferentes estruturas de governança corporativa sobre o desempenho da empresa e o valor de mercado, e, por ser um tema controverso, tem permitido enfoques distintos, por diferentes correntes teóricas. Os testes empíricos, entretanto, ainda não evidenciaram uma consistência teórica. Além disso, as recomendações dos códigos de governança corporativa, ainda carecem de pesquisas e evidências empíricas sobre o ambiente corporativo das companhias brasileiras.

Kappler e Love (2004) identificaram correlação positiva entre as boas práticas de governança corporativa, desempenho operacional, e, a avaliação de mercado. Já Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), identificaram relações positivas entre as boas práticas de governança corporativa e sua influência sobre os retornos dos ativos das empresas analisadas. Além disso, encontraram uma relação positiva entre o valor de mercado e a qualidade das práticas de governança corporativa, embora os resultados não tenham sido estatisticamente significantes.

As discussões levantadas sobre a governança corporativa surgem da hipótese de que, os mecanismos de governança acabam por influenciar o desempenho das organizações, e conseqüentemente, o valor destas no mercado (SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2006). No entanto, apesar de existirem na literatura nacional e internacional, estudos que apontem a existência da relação entre as melhores práticas de governança corporativa e maior valor de mercado, estas não são conclusivas (SANTOS; MARTINS, 2015).

No meio acadêmico esta é uma questão que ainda desperta muitas dúvidas, não existindo arcabouços teóricos ou evidências empíricas a respeito da influência dos mecanismos de governança no desempenho corporativo e de como estes mecanismos se relacionam, uma vez que parte dos estudos focam apenas num único mecanismo de governança, principalmente, na estrutura de propriedade, e outras pesquisas analisaram a qualidade das práticas (SANTOS; MARTINS, 2015).

Dunning (1988) afirma que as empresas se internacionalizam com intuito de alcançar novos mercados, permitindo que a companhia a expanda seus negócios, aumentando o volume de vendas e podendo proporcionar economia de escala. Além disso, as empresas podem conseguir ainda, conforme sua estratégia, mão de obra mais barata, acesso a profissionais especializados que podem agregar valor à companhia e acesso facilitado a matérias-primas, por exemplo (DUNNING, 1988).

A internacionalização também pode ser fonte de vantagem competitiva para as companhias e além disso, facilitar o acesso ao crédito através da diminuição do risco da empresa quando esta é internacionalizada para mercados mais estáveis que o doméstico, conforme a

teoria *upstream* (JOHANSON; VAHLNE, 1977; KWOK; REEB, 2000; WU *et al.*, 2016). Entretanto, é importante que o processo de internacionalização ocorra de forma gradativa, tendo em vista que o novo mercado certamente terá distinções em relação ao doméstico, como forma de gestão, costumes e características do novo ambiente (JOHANSON; WIEDERSHEIM-PAUL, 1975).

A relação entre internacionalização e valor de mercado é pouco explorada na literatura no ambiente nacional e internacional, podendo se destacar os estudos de Errunza e Senbet (1981), Riahi-Belkaoui (1999) e Oh (2010). Além de verificar se essa relação se aplica nas empresas brasileiras, esta pesquisa também irá verificar o impacto da governança corporativa no valor de mercado, podendo auxiliar os gestores na tomada de decisão dos aspectos que podem ser otimizados para aumentar o valor de mercado da companhia e atender às expectativas dos investidores.

Sendo assim, o problema de pesquisa do estudo é: Qual o impacto da governança corporativa e da internacionalização no valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3 após emissão de *American Depositary Receipt* (ADR)? E o objetivo consiste em analisar os impactos da governança corporativa e da internacionalização no valor de mercado das empresas brasileiras emissoras de ADR no período de 2010 a 2018. O trabalho se diferencia por relacionar diferentes variáveis de governança corporativa com o valor de mercado e emissão de ADR.

Além desta introdução, a pesquisa apresentará, respectivamente, a fundamentação teórica, com a contextualização e estudos realizados sobre os temas, os procedimentos metodológicos utilizados, a análise dos resultados e por fim, as considerações finais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesse tópico, serão apresentadas teorias e trabalhos empíricos que estão relacionados aos temas de valor de mercado, governança corporativa e internacionalização.

2.1 Governança Corporativa

Conforme os argumentos de Jensen e Meckling (1976), os administradores possuem interesses que podem ser divergentes com os interesses dos acionistas, ocorrendo o conflito de agência. Quando os administradores buscam maximizar sua utilidade própria, em detrimento da utilidade dos acionistas, que são os agentes principais, aqueles podem expropriar a riqueza destes, já que poderão utilizar recursos da empresa em benefício próprio.

Ainda nessa linha de raciocínio, Baker, Jensen e Murphy (1988) argumentam que os executivos podem aumentar sua remuneração elevando o porte da empresa, mesmo quando esse aumento de tamanho reduz seu valor de mercado.

Desse modo, a criação de um ambiente de proteção legal aos investidores é considerada, na governança corporativa, o principal motivo para que as práticas de boa governança previstas nos códigos estejam presentes nas empresas. O ambiente legal, segundo Soares e Kloeckner (2006), vem sendo amplamente discutido nos estudos sobre finanças corporativas, porque as normas e a obrigatoriedade de seus cumprimentos são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores, tanto acionistas quanto credores. O ambiente legal passa, assim, a ser de vital importância.

Segundo o código brasileiro de governança corporativa elaborado pelo IBGC, os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse para a sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou os elegeu.

Pelo fato das duas principais abordagens que originaram o que hoje se denomina governança corporativa estarem vinculadas, pelo menos parcialmente, à teoria da firma comonexo de contratos, Rabelo e Silveira (1999, p. 8) sugerem que o ideal seria que em uma empresa houvesse um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência, atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação.

Uma definição mais próxima dessa visão é a proposta por Shleifer e Vishny (1997, p.743) de governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos ex-post e motivar os investidores a investirem mais recursos ex-ante.

Dentro desta visão, Fama e Jensen (1983b) argumentam que o processo de decisão estando nas mãos de administradores profissionais que não têm os mesmos interesses daqueles que possuem o direito residual (ou a propriedade), leva a necessidade de se controlar os problemas de agência através de sistemas de decisões que separam a administração (implementação e execução) e controle (ratificação e monitoramento) das decisões importantes em todos os níveis da organização.

Os mecanismos desta separação incluiriam:

- hierarquias de decisão onde as iniciativas de decisão de níveis menores passariam acima primeiramente para ratificação e posteriormente para monitoração;
- conselhos de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;
- estruturas de incentivo que promovam monitoramento mútuo entre os administradores.

Segundo Hart (1995, p. 678), deve haver duas condições básicas para que as questões de Governança Corporativa possam ser aplicadas:

- Existência de problemas de agência ou conflitos de interesses, envolvendo membros da organização (proprietários, administradores, empregados ou clientes);
- Presença de contratos incompletos, devido à existência de custos de transação.

Na ausência de problemas de agência, segundo Hart (1995, p.678), todos os indivíduos envolvidos em uma organização poderiam ser instruídos a maximizar os lucros ou valor e a minimizar os custos, e os indivíduos estariam preparados para conduzir as instruções independentemente de quais formas e situações a organização conduzisse suas atividades. De forma mais simples, uma estrutura de governança não seria necessária para resolver desacordos ou desarranjos entre os indivíduos e as partes, já que isso teoricamente não existiria.

2.2 Valor de Mercado da Empresa

O valor de mercado de uma empresa é determinado na negociação, não havendo um valor correto para o negócio, pois leva em consideração as perspectivas dos envolvidos na negociação, o que envolve decisões subjetivas e que influenciam o valor das empresas (MARTINEZ, 1999). Segundo o autor, o valor de uma empresa depende dos benefícios líquidos que se podem extrair no presente e no futuro, no entanto existem alguns modelos que são utilizados para avaliar as empresas.

Dentre estes modelos, o mais utilizado como proxy para o valor das empresas é o Q de Tobin, que expressa o valor das organizações num sentido de performance, o que o torna um indicador que permite a comparação das empresas (FAMÁ; BARROS, 2000). O Q de Tobin, surgiu de uma teoria monetária numa abordagem de equilíbrio geral, proposto originalmente por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969). O modelo apresenta a razão “q” entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos. Assim, se o valor de mercado for maior que o custo de reposição ($q > 1$), haveria retorno ao se investir, caso contrário ($q < 1$), a empresa não deveria fazer o investimento (KAMMLER; ALVES, 2009).

O Q de Tobin pode ser utilizado em diversos contextos dentro da economia e em finanças. No entanto, se faz necessário que as estimativas das variáveis sejam feitas a partir de dados reais, o que envolve diversas considerações metodológicas, caracterizando-se em um grande desafio aos pesquisadores, pois a estimação do Q de Tobin com base em dados reais envolve procedimentos consideravelmente complexos, com um elevado esforço

computacional, o que pode inviabilizar as pesquisas. Assim, como alternativa aos métodos “teoricamente aceitos”, Chung e Pruitt (1994) sugeriram um modelo com procedimentos bastante simplificados, utilizando-se de dados contábeis (FAMÁ; BARROS, 2000).

Vilhena e Camargos (2015) verificaram se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa (ações negociadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da BM&FBovespa), por parte de companhias brasileiras de 2005 a 2011, resultou na criação de valor e em melhor desempenho econômico-financeiro, após a adesão, comparativamente às companhias com ações listadas no mercado tradicional. Os resultados encontrados permitem concluir que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de GC são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional, mas apresentam desempenho econômico-financeiro pior (EBIT e lucro líquido).

Diante dessas evidências, foram levantadas as seguintes hipóteses:

H₁: Há uma relação negativa entre governança corporativa e valor de mercado; e

H₂: Há uma relação positiva entre governança corporativa e valor de mercado.

2.3 Internacionalização de empresas

A teoria *Upstream-Downstream* foi desenvolvida por Kwok e Reeb (2000), versando que empresas que expandem suas atividades para países menos desenvolvidos que o de doméstico, tendem a aumentar o risco do seu negócio. Isso ocorre pois, a partir do momento que uma companhia passa a fazer negócios em outro país, ela passa a estar sujeita às características do ambiente. Esse processo é chamado de *downstream* e segundo os autores, essas empresas tendem a limitar suas dívidas, uma vez que as agências de crédito aumentarão as taxas cobradas devido ao possível aumento de risco.

Por outro lado, efeito *upstream*, as empresas que se internacionalizam de países menos desenvolvidos para países mais desenvolvidos, ou seja, que possuem uma maior estabilidade no mercado, tendem a aumentar o seu endividamento. Essa tendência de aumento ocorre pois essas empresas tendem a diminuir o risco de seus negócios por atuarem em outro mercado mais estável, conseqüentemente as agências de crédito tendem a exigir taxas menores para a captação de recursos. A pesquisa realizada por Saito e Hiramoto (2010), confirmou que a teoria *Upstream-Downstream* pode ser aplicada no Brasil (KWOK; REEB, 2000).

Segundo o Modelo de Internacionalização Uppsala (*Uppsala Internationalization Model*), as empresas que se internacionalizam, tendem a primeiramente, a explorar o potencial do mercado de origem, adquirindo *know-how* necessário para consolidar seu negócio nesse mercado e após, expandir para outros países. Nesse sentido, o processo de internacionalização deve ser gradual, priorizando, inicialmente, países que possuem semelhanças com o mercado de origem, para que os gestores possam se adaptar a essa mudança, tendo em vista que tanto às práticas de gestão, quanto os hábitos e costumes do novo mercados, podem ser distintos, levando à incertezas (JOHANSON; WIEDERSHEIM-PAUL, 1975).

Em um estudo nacional, Rosa e Rodhen (2007) encontram evidências no contexto brasileiro, por meio de um estudo de caso, que a internacionalização pode trazer vantagens como a expansão do mercado da empresa, que pode se tornar o foco estratégico da companhia. Ainda segundo os autores, no processo de internacionalização da empresa pesquisada, foi evidente o impacto de fatores dos fatores culturais e econômicos do novo meio, sendo necessário um processo de internacionalização por etapas, a fim de se adaptar à nova realidade da companhia, confirmando o modelo Uppsala.

Floriani e Fleury (2012), por meio de uma *survey* que teve como foco as pequenas e médias empresas brasileiras e utilizando equações estruturais, identificaram que quando essas

empresas aumentam seu grau de internacionalização, são desenvolvidas competências internacionais que conduzem as empresas a uma vantagem frente a seus pares. Essas vantagens, segundo os autores, consistem em ganho de eficiência e desempenho em termos operacionais, financeiros e até mesmo nos recursos humanos, através da aquisição de experiência.

2.4 Internacionalização e valor de mercado: estudos anteriores

A partir da revisão da literatura, foi identificada uma escassez de estudos que relacionem internacionalização e valor de mercado no contexto internacional e nacional. Abaixo serão apresentados alguns estudos que relacionam ambos os temas.

Errunza e Senbet (1981) com o objetivo de verificar se existe relação entre envolvimento internacional e valor de mercado, identificaram que existe uma relação positiva entre o alto grau de envolvimento internacional e o excelo de valor de mercado da companhia. Além disso, segundo os autores, o envolvimento internacional também apresentou uma relação positiva com envolvimento internacional das empresas, porém, destacaram que de forma predominante dos casos, a relação não apresentou significância estatística.

Riahi-Belkaoui (1999) utilizou como amostra 100 empresas norte-americanas do setor de manufatura e serviços e identificou que aumentos no grau de internacionalização leva a acréscimos no valor de mercado das companhias. O estudo ainda indicou que empresas internacionalizadas possuem uma maior credibilidade, que embora não seja contabilizada pelas empresas, ela é precificada pelo mercado e ainda, valorizada pelos investidores, tendo reflexos nos preços das ações.

Oh (2010) analisou 1.247 empresas americanas e constataram que os ativos intangíveis estrangeiros das empresas aumentam o seu valor de mercado. Segundo o autor, os ativos estrangeiros possuem um maior efeito positivo na adição de valor de mercado quando comparado aos ativos que estão no mercado doméstico da companhia. Porém, Oh (2010) ressalta que, o fato de uma empresa ter negócios em outro país, quando analisado isoladamente, resulta em decréscimos no valor, uma vez que a companhia está sujeita a custos de transações, por exemplo, além de aumentar a responsabilidade da empresa por estar atuando em mais de um mercado, ou seja, pode estar sujeita a riscos inerentes ao outro mercado.

Nesse sentido, foram levantadas as seguintes hipóteses:

H₃: Há uma relação negativa entre internacionalização e valor de mercado; e

H₄: Há uma relação positiva entre internacionalização e valor de mercado.

3. METODOLOGIA

Para a realização dessa pesquisa, foram selecionados dados de 2010 a 2018 das empresas brasileiras listadas na B3, com exceção das organizações financeiras devido a suas particularidades. Esse período foi definido em virtude das mudanças das normas internacionais de contabilização no decorrer de 2009 e pela disponibilização de informações detalhadas de governança no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir de 2010.

Com objetivo de estudar a relação entre valor de mercado, governança corporativa e internacionalização, considerou-se como variáveis independentes a governança corporativa e a internacionalização, e o valor de mercado como a variável teste. Foram utilizadas outras variáveis como controle nos modelos, com o objetivo de isolar possíveis influências sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse do estudo, baseadas no estudo de Caixe e Krauter (2013).

No quadro 1, são apresentadas as variáveis utilizadas na pesquisa:

Quadro 1 - Variáveis do estudo

Variável	Descrição	Cálculo	Fonte	Significado
Variável teste: Valor de mercado				
VME	Valor de mercado	valor de mercado* / ativo total	Econômica	Medida usualmente utilizada como valor da empresa
Variável independente: Governança Corporativa				
EXPRO	Expropriação	Combinação das variáveis DIREC e TAMCONS	Comissão de Valores Mobiliários	DIREC: quantidade de diretores eleitos pelos acionistas controladores e TAMCONS: tamanho do conselho de administração
ENT	Entrincheiramento	Combinação das variáveis CEOD, DUAL e BIG	Comissão de Valores Mobiliários	CEOD: indica se o presidente da empresa também atua como presidente do conselho de administração (dummy); DUAL: quantidade de diretores que também fazem parte do conselho de administração; e BIG: dummy indicando 1 para a empresa auditada por uma das auditorias integrantes da Big Four e 0 para as empresas não auditadas por uma dessas empresas
CENT	Centralização	Combinação das variáveis TID e CONC3AC	Comissão de Valores Mobiliários	TID: quantidade de diretores não eleitos pelos acionistas controladores e CONC3AC: percentual de concentração de ações por parte dos 3 principais acionistas da empresa
Variável independente: Internacionalização				
ADR	Emissão de ADR	Dummy indicando 1 se a empresa emite ADR e 0 caso contrário	Comissão de Valores Mobiliários	Indica se a empresa atua na bolsa norte-americana
Variáveis de controle				
ROE	Rentabilidade	lucro líquido / patrimônio líquido médio	Econômica	Rentabilidade sobre o patrimônio líquido
TAM	Tamanho	log do Ativo	Econômica	Tamanho da empresa
VOLAT	Volatilidade	$\sqrt{\frac{\sum(S_i - S_m)^2}{n - 1}}$ **	Econômica	Volatilidade dos retornos mensais do tipo de ação da companhia que apresentar maior liquidez em cada ano
ENDIV	Endividamento	(passivo circulante + não circulante) / passivo total x 100	Econômica	Indicador que demonstra o percentual de endividamento da empresa
LIQ	Liquidez	$100 \times \left(\frac{P}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{V}{V}\right)}$ ***	Econômica	Liquidez em bolsa

Fonte: Elaborado pelos autores

Nota: * (Cotação x Total de Ações + Debêntures CP (Curto Prazo) e LP (Longo Prazo) + Financiamentos CP e LP + Adiantamentos de Contratos de Câmbio – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo). ** (Si: retorno contínuo mensal da ação i; Sm: média dos retornos contínuos mensais da ação i; n: igual a 12, 1 ano). *** (p: número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação no período analisado; P: número total de dias do período analisado; n: número de negócios com a ação no período analisado; N: número de negócios com todas as ações no período analisado; v: volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado; V: volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado).

Para as proxies de governança, utilizou-se da técnica estatística de análise fatorial. Essa técnica está associada à redução da quantidade de dados com menor perda de informação. Segundo Varella (2008) “consiste em transformar um conjunto de variáveis originais em outro conjunto de variáveis de mesma dimensão denominadas de componentes principais”. E cada componente principal é estimado com o propósito de reter, em ordem de estimação, o máximo de informação, em termos da variação total contida nos dados. Complementando, Neto e Moita (1998) apontam que “este método permite a redução da dimensionalidade dos pontos representativos das amostras pois, é comum obter em apenas 2 ou 4 dos primeiros componentes principais mais que 90% da informação”.

Os resultados dessa análise estão apresentados na tabela 1 e demonstram que as sete proxies de governança consideradas foram agrupadas em três componentes, sendo:

- Componente 1: combinação das variáveis DIREC (quantidade de diretores eleitos pelo acionista controlador) e TAMCONS (quantidade de membros no conselho de administração). Esse componente foi denominado de Expropriação (EXPRO) pelo fato de que quanto mais diretores o acionista controlador eleger, maior a chance de

expropriar os direitos dos acionistas minoritários devido ao maior poder de barganha. A quantidade de membros no conselho de administração seria uma forma de controlar essa expropriação;

- Componente 2: combinação das variáveis CEOD (dualidade do CEO e presidente do conselho de administração), DUAL (número de diretores que também são membros do conselho de administração) e BIG (se a firma foi auditada por uma das auditorias Big Four). Esse componente foi denominado de Entrincheiramento (ENT), já que o presidente da empresa atuando como presidente do conselho de administração e diretores da empresa também compoendo o conselho demonstram um poder maior na tomada de decisões de forma unilateral e influenciando as ações deliberativas. A empresa ser auditada por uma das auditorias *Big Four* poderia reduzir esse entrincheiramento;
- Componente 3: combinação das variáveis TID (número de diretores independentes, não eleitos pelo acionista controlador) e CONC3AC (percentual de concentração de ações por parte dos 3 principais acionistas). Foi denominado de Centralização de poder (CENT), já que a concentração de ações por parte dos três maiores acionistas demonstra centralização na tomada de decisões. A quantidade de diretores não eleitos pelo acionista controlador seria uma forma de diminuir essa centralização.

Tabela 1 – Análise de componentes principais das *proxies* de governança corporativa

Variável	Componente 1	Componente 2	Componente 3	Inexplicado
CEOD		0.6405		0.3575
DUAL		0.6261		0.3745
TID			0.6346	0.3603
DIREC	0.6473			0.1825
TAMCONS	0.6964			0.1838
BIG		-0.3879		0.6087
CONC3AC			-0.6497	0.3942

Fonte: elaborado pelos autores

Diante das variáveis apresentadas, os modelos econométricos propostos foram:

- Modelo 1 (com a variável de governança expropriação – EXPRO)

$$VME_{it} = \beta_0 + \beta_1(EXPRO_{it}) + \beta_2(ADR_{it}) + \beta_3(ROE_{it}) + \beta_4(TAM_{it}) + \beta_5(VOLAT_{it}) + \beta_6(ENDIV_{it}) + \beta_7(LIQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

sendo i a representação da empresa e t do ano;

- Modelo 2 (com a variável de governança entrincheiramento – ENT)

$$VME_{it} = \beta_0 + \beta_1(ENT_{it}) + \beta_2(ADR_{it}) + \beta_3(ROE_{it}) + \beta_4(TAM_{it}) + \beta_5(VOLAT_{it}) + \beta_6(ENDIV_{it}) + \beta_7(LIQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

sendo i a representação da empresa e t do ano;

- Modelo 3 (com a variável de governança centralização de poder – CENT)

$$VME_{it} = \beta_0 + \beta_1(CENT_{it}) + \beta_1(ADR_{it}) + \beta_1(ROE_{it}) + \beta_1(TAM_{it}) + \beta_1(VOLAT_{it}) + \beta_1(ENDIV_{it}) + \beta_1(LIQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

sendo i a representação da empresa e t do ano.

Devido à utilização de dados provenientes de várias *cross-sections* ao longo do tempo, foi utilizado o método estatístico de Análise de Dados em Painel, segundo Fávero *et al* (2014).

Os modelos foram testados pela técnica de análise múltipla (MQO), após *winsorização* dos dados, com a utilização do software Stata® 14.

Conforme trabalho de Souza; Peixoto; Santos (2016), também foi aplicado à população investigada um filtro de liquidez, sendo que apenas as empresas que apresentaram liquidez anual maior que 0,001% foram consideradas na amostra.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A estatística descritiva das variáveis abordadas nessa pesquisa está demonstrada na tabela 2, indicando que a amostra é composta por 1.716 observações em relação a variável dependente, valor de mercado. As variáveis independentes, que é o foco desse trabalho, apresentaram 1.670 observações no caso das variáveis de governança e 694 observações de ADR, indicando que são poucas as corporações brasileiras que participam da bolsa norte-americana.

Tabela 2 – Estatística descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
VME	1,716	8.33E-01	0.810741	0.0056686	3.102806
EXPRO	1,670	1.68E-09	1.331839	-3.954	4.382949
ENT	1,670	-1.84E-09	1.256984	-2.911533	5.862593
CENT	1,670	-2.25E-10	1.088408	-2.939996	4.535206
ADR	694	0.9322767	0.2514518	0	1
ROE	1,618	0.0812689	0.2266906	-0.4940781	0.6037709
TAM	1,720	8.401571	1.815317	-0.4449719	13.85904
VOLAT	1,752	10.62145	5.43239	0.4627951	25.07141
ENDIV	1,718	63.54442	30.19314	0.9429308	151.7569
LIQ	1,765	0.2792062	0.3866928	0.001008	1.336202

Fonte: elaborado pelos autores

Nota: Legenda: VME: valor de mercado da empresa; EXPRO: expropriação; ENT: entrincheiramento; CENT: centralização de poder; ADR: emissão de ADR; ROE: rentabilidade; TAM: tamanho; VOLAT: volatilidade; ENDIV: endividamento; LIQ: liquidez.

A tabela 3 demonstra a correlação entre as variáveis utilizadas no estudo, verificando-se que apenas as variáveis ENT e CENT não apresentaram relação significativa com a variável valor de mercado. E apenas a variável LIQ apresentou relação positiva, sendo as demais negativa. E verifica-se que algumas variáveis de controle apresentaram correlações entre si.

Tabela 3 – Correlação entre as variáveis

	VME	EXPRO	ENT	DESC	ADR	ROE	TAM	VOLAT	ENDIV	LIQ
VME	1									
EXPRO	-0.0723*	1								
ENT	0.0208	0	1							
CENT	0.0042	0	0	1						
ADR	-0.2951*	-0.0145	0.0484	-0.0453	1					
ROE	0.3545*	-0.0022	0.0866*	0.0403	-0.1110*	1				
TAM	-0.1918*	-0.3375*	0.4799*	0.1450*	0.2003*	0.0531*	1			
VOLAT	-0.2482*	0.1543*	-0.2260*	-0.0896*	0.0583	-0.2310*	-0.3057*	1		
ENDIV	-0.2174*	0.2541*	-0.1444*	-0.0711*	0.0163	0.015	-0.2991*	0.4399*	1	
LIQ	0.1223*	-0.3117*	0.2182*	0.2698*	0.1087*	0.1314*	0.6320*	-0.1289*	-0.1196*	1

Fonte: elaborado pelos autores

Nota: * (significância a 5%). Legenda: VME: valor de mercado da empresa; EXPRO: expropriação; ENT: entrincheiramento; CENT: centralização de poder; ADR: emissão de ADR; ROE: rentabilidade; TAM: tamanho; VOLAT: volatilidade; ENDIV: endividamento; LIQ: liquidez.

Para detectar possíveis problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF). Os resultados descartaram esse problema, visto que ficaram dentro dos padrões esperados, Mean VIF < 10,00.

No intuito de definir o melhor modelo de regressão, foram realizados os testes de *Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman* cujos resultados demonstraram que o modelo de efeitos fixos se mostrou mais adequado para os três modelos considerados.

Outrossim foram realizados os testes de *Wooldridge* para verificar problema de auto correlação e de *Wald* para detectar heterocedasticidade. Os resultados apresentaram problema de auto correlação, que foi resolvido usando o erro padrão robusto de *White* na regressão, e não foi apresentado problema de heterocedasticidade.

Os resultados das regressões e análise de dados em painel dos efeitos da governança corporativa e internacionalização (emissão de ADR) sobre o valor de mercado das organizações brasileiras estão apresentados na tabela 4.

Tabela 4 – Regressões

Variáveis do modelo	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
	VME	VME	VME
EXPRO	-0.0496*** -0.0129		
ENT		0.0662*** -0.0177	
CENT			-0.1561*** -0.0144
ADR	-0.6207*** -0.1265	-0.6241*** -0.1293	-0.6717*** -0.1181
ROE	0.9764*** -0.2235	0.9440*** -0.2134	0.9090*** -0.2112
TAM	-0.2200*** -0.0318	-0.2600*** -0.0339	-0.2351*** -0.0265
VOLAT	-0.0228*** -0.0064	-0.0223*** -0.006	-0.0263*** -0.0061
ENDIV	-0.0045*** -0.0012	-0.0051*** -0.0012	-0.0054*** -0.0012
LIQ	0.6830*** -0.1091	0.7677*** -0.1	0.8668*** -0.0915
_cons	3.5002*** -0.2575	3.8697*** -0.2804	3.7343*** -0.2359
Observações	646	6464	6464
R ² ajustado	0.409	0.413	0.444
Ano	Sim	Sim	Sim

Fonte: elaborado pelos autores

Nota. Legenda: * significativo ao nível de 10%; ** significativo ao nível de 5%; *** significativo ao nível de 1%; VME: valor de mercado da empresa; EXPRO: expropriação; ENT: entrincheiramento; CENT: centralização de poder; ADR: emissão de ADR; ROE: rentabilidade; TAM: tamanho; VOLAT: volatilidade; ENDIV: endividamento; LIQ: liquidez.

O modelo 1 analisa a relação do valor de mercado da empresa com a expropriação e variáveis de controle. Verifica-se que quanto menos expropriação ocorrer na empresa, maior o

seu valor de mercado; essa relação foi significativa ao nível de 1%. Isso ocorre pelo fato de que os investidores terão mais confiança e aportarão seus recursos em empresas que não expropriam seus direitos. Esse comportamento por parte dos investidores é para evitar os conflitos de agência que podem surgir com os majoritários ou com os administradores.

Já o modelo 2 apresentou significância positiva a 1% para a variável entrincheiramento em relação ao valor de mercado das organizações. Ou seja, quanto mais ocorrer esse comportamento na empresa, maior será o seu valor. Uma possível explicação está relacionada com o fato de que diretores da empresa compondo também o conselho de administração podem tomar decisões que tragam mais resultados para a corporação, aumentando assim o seu valor perante o mercado.

O modelo 3 aborda a relação da variável centralização de poder e valor de mercado, apresentando significância negativa ao nível de 1%. Quanto menor a centralização de poder, maior o valor de mercado da firma. Esse é um dos aspectos analisados pelos investidores ao escolher seus investimentos, o que refletirá na valorização da instituição pela busca de compra de ações daquela empresa.

Observa-se que nos três modelos, as variáveis de controle apresentaram a mesma significância (todas a 1%) e sinal. Para a variável ADR, a relação se mostrou negativa, visto que quando a empresa passa a atuar em mercado mais desenvolvido, seu endividamento aumenta, o que pode comprometer sua avaliação visto que os investidores poderão ter receio de investir nessa firma. O ROE apresentou relação positiva com o valor de mercado, pois a rentabilidade sobre o patrimônio líquido demonstra que o resultado da organização é superior ao que os sócios investiram, o que é valorizado pelos investidores.

O tamanho da organização, volatilidade e endividamento apresentaram relação negativa, já que grandes corporações podem ter maiores conflitos de interesse devido às suas complexidades e maiores operações o que geraria maiores custos de agência, comprometendo assim seu valor de mercado. Em relação ao endividamento, conforme teoria *Upstream-Downstream* ao se internacionalizar para países mais desenvolvidos, a organização diminui seu risco mas aumenta o seu endividamento. Esse aumento no endividamento pode reduzir seu valor de mercado em virtude do receio por parte dos investidores. E a liquidez apresentou relação positiva, significando que as sociedades que apresentam maiores liquidez ou movimentações de ações são mais valorizadas no mercado.

Pelos resultados auferidos, comprovam-se as hipóteses da relação negativa (H_1) e relação positiva (H_2) da governança corporativa com o valor de mercado e a hipótese da relação negativa (H_3) da internacionalização (emissão de ADR) com a variável dependente.

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho analisou a relação da governança corporativa (expropriação, entrincheiramento e centralização de poder) e internacionalização (emissão de ADR) sobre o valor de mercado das corporações brasileiras e os resultados demonstraram relação negativa com as variáveis expropriação e centralização de poder e positiva com a variável entrincheiramento. Verificou-se que quanto menos expropriação e centralização de poder e maior comportamento de entrincheiramento nas organizações, maior será seu valor de mercado.

O trabalho tem como contribuições a análise de vertentes diferentes da governança corporativa e do impacto dessas variáveis e da emissão de ADR sobre o valor de mercado das firmas. Poucos trabalhos abordam essas relações e seus impactos na valorização das companhias. Para as empresas, o estudo contribui no entendimento de como aspectos da governança corporativa pode impactar no seu valor perante o mercado e, inclusive, após a emissão de ADR.

Como limitações do presente trabalho cita-se a utilização de amostra compostas apenas por empresas brasileiras, cujas características de governança são influenciadas pela baixa

proteção legal da legislação nacional. Também, foram utilizadas apenas sete variáveis de governança combinadas entre si. Para trabalhos futuros, sugere-se a análise de outras variáveis de governança e de dados de empresas instaladas em outros países, cuja estrutura legal ofereça maior proteção aos investidores.

REFERÊNCIAS

BAKER, G.; JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

DUNNING, J. H. The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some. 1988.

ERRUNZA, V. R.; SENBET, L. W. The effects of international operations on the market value of the firm: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 36, n. 2, p. 401-417, 1981.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-325, June, 1983.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. A. S. **Métodos quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

HART, O. Corporate Governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n.o 430, p. 678-689. May, 1995.

JOHANSON, J.; WIEDERSHEIM-PAUL, Finn. The internationalization of the firm—four swedish cases 1. **Journal of management studies**, v. 12, n. 3, p. 305-323, 1975.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of international business studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

KAMMLER, E. L.; ALVES, T. A. Análise da Capacidade Explicativa do Investimento Pelo” q. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 2, 2009.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

- KWOK, C. C. Y.; REEB, David M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, v. 31, n. 4, p. 611-629, 2000.
- LEAL, R. P.C; FERREIRA, V. A. C.; DA SILVA, A. L. C. Governança corporativa no Brasil e no mundo. **Editora E-papers**, 2002.
- MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. **Associação Nacional de Pós Graduação Em Administração**, v. 23, 1999.
- NETO, J. M. M.; MOITA, G. C. Uma introdução à análise exploratória de dados multivariados. **Química Nova**, 1998.
- OH, C. H. Value Creation and Home Region Internationalization of U.S. MNEs. **Multinational Business Review**, v. 18, n. 4, p. 23-50, 2010.
- RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. da. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Texto para discussão, **Instituto de Economia – Univesidade Estadual de Campinas**, n.o 77. Jul., 1999.
- RIahi-BELKAoui, A. The degree of internationalization and the value of the firm: theory and evidence. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 8, n. 1, p. 189-196, 1999.
- ROSA, P. R.; RHODEN, M. I. S. Internacionalização de uma empresa brasileira: um estudo de caso. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 13, n. 3, p. 684-704, 2007.
- SANTOS SILVA, C. C.; MARTINS, O. S. Valor e Práticas de Governança Corporativa das Empresas Listadas na BM&Fbovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 26, 2015.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n.o 2, p. 737-783. June, 1997.
- SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.
- SOARES. R. O.; KLOECKNER, G. O. Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil. In: **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 6, 2006, Vitória. Anais... Vitória, 2006.
- SOUZA, D. H. O.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.9, n.1 p. 58-79, 2016.
- VARELLA, C. A. A. **Análise de componentes principais**. Rio de Janeiro: Seropédica, 2008.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REG-Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

WU, J. et al. Internationalization and innovation performance of emerging market enterprises: The role of host-country institutional development. **Journal of World Business**, v. 51, n. 2, p. 251-263, 2016.