



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022  
ISSN 2177-3866

## **EFEITO DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA AO NÍVEL PAÍS NO DESEMPENHO DA FIRMA**

**DERMEVAL MARTINS BORGES JUNIOR**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS (UFG)

**ALOÍSIO PEREIRA JÚNIOR**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

**LUCIANA CARVALHO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

# EFEITO DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA AO NÍVEL PAÍS NO DESEMPENHO DA FIRMA

## INTRODUÇÃO

Pode-se dizer que há um consenso na literatura quanto aos efeitos que o ambiente no qual a organização está inserida exerce em suas atividades. Aldrich e Pfeffer (1976) destacam a importância do ambiente para a compreensão das decisões e estruturas organizacionais, independentemente das diferentes perspectivas teóricas consideradas na explicação do ambiente organizacional. Dentre os elementos que compõem o ambiente organizacional, Meinhardt, Junge e Weiss (2018) destacam o contexto regional, inclusive citam que o conhecimento a respeito do ambiente organizacional específico de regiões ou países é de interesse de diversas decisões corporativas, como por exemplo as que envolvem o processo de internacionalização.

A despeito da relevância do contexto regional para a compreensão das organizações, o tópico ainda se mostra pouco explorado (PIEKKARI; NELL; GHOURI, 2010). Ao avaliar o desempenho econômico das firmas, características como tamanho (IBHAGUI; OLOKOYO, 2018, CORVINO et al., 2019; BORGES JÚNIOR, 2019), endividamento (PHAM; NGUYEN, 2020; PEREIRA JÚNIOR, PEREIRA, PENEDO, 2021), crescimento das vendas (KALIL; BENEDICTO, 2018; NA; KANG, 2019), entre outras ao nível da empresa, são extensivamente exploradas, enquanto que os efeitos provenientes das variáveis regionais, dificilmente, são considerados. Mesmo nos estudos *cross-country*, i.e., aqueles que envolvem análises em países distintos, por vezes, não levam em conta os fatores específicos de cada país (GORDON et al., 2013).

Observa-se, portanto, uma lacuna na literatura no que diz respeito ao estudo de elementos regionais e seu impacto no desempenho econômico das firmas. Desta forma, a fim de fornecer evidências nesse sentido, esta pesquisa é norteada pelo seguinte problema: qual a relação entre a qualidade da governança ao nível país e o desempenho econômico da firma? Como objetivo geral, pretende-se examinar a relação entre a qualidade da governança ao nível país e o desempenho econômico da firma. Para atingir o objetivo geral, têm-se como objetivos específicos: i) examinar o efeito da qualidade da governança dos países na rentabilidade das firmas; e ii) examinar o efeito da qualidade da governança dos países no valor de mercado das firmas.

Alguns fatores justificam a qualidade da governança como característica para examinar o efeito de elementos específicos do país no desempenho da firma. Inicialmente, existem evidências de que os indicadores de governança dos países estão positivamente relacionados ao desenvolvimento financeiro, inclusive do mercado de capitais (SAYILIR; DOĞAN; SOUD, 2018), o que leva à suposição de que possa haver também alguma influência na performance das companhias. Outro ponto relevante é que a qualidade da governança do país se mostra profundamente atrelada ao seu risco sistemático (ANASTASIOU; BRAGOUKAKIS; MALANDRAKIS, 2019). Em razão disso, entende-se que o risco do país é refletido no risco das próprias firmas que nele desenvolvem suas atividades e, portanto, conjectura-se que pode afetar a expectativa de retorno e o valor de mercado.

Para testar a suposição de que a qualidade da governança do país exerce efeito no desempenho da firma, foram analisados dados de um painel composto por 2.511 empresas de nove países distintos no período compreendido entre 2009 a 2018, os quais totalizaram 15.981 observações empresa-ano. Os resultados indicaram que todas as medidas de governança ao nível do país examinadas mantêm relação positiva e estatisticamente significativa com a

rentabilidade e o valor de mercado, sugerindo assim que as firmas oriundas de países com bons indicadores de governança obtêm benefícios em termos de desempenho.

Ao evidenciar a existência de uma relação positiva entre a qualidade da governança do país e o desempenho da firma, entende-se que esta pesquisa contribui para a literatura no sentido de enfatizar a necessidade de se considerar o contexto regional, neste caso a governança do país, na avaliação do desempenho econômico das empresas. Isso se mostra pertinente especialmente pelo fato de os pesquisadores das áreas de gestão serem, cada vez mais, exigidos a envolverem análises que contemplem aspectos regionais (GIL et al., 2013).

O restante deste artigo está organizado da seguinte maneira. Na Seção 2 está o referencial teórico, no qual são discutidos os conceitos pertinentes à qualidade da governança ao nível país e o desempenho da firma, de modo a fundamentar a hipótese da pesquisa. A Seção 3 refere-se à metodologia, na qual descreve-se a amostra, a coleta de dados, as variáveis e os procedimentos de análise. Na Seção 4 são apresentados os resultados obtidos. E, por fim, a conclusão está indicada na Seção 5.

## REVISÃO DA LITERATURA

O ambiente em que a firma está inserida pode ser classificado em ambiente geral, que diz respeito a fontes de recursos socioculturais, políticos e econômicos gerais, não estando relacionado a um setor específico ou a uma empresa focal, e organizacional, o qual afeta diretamente a realização dos objetivos organizacionais (DESS; BEARD, 1984; MEINHARDT; JUNGE; WEISS, 2018). No presente estudo analisa-se as características do ambiente geral, por meio de indicadores de qualidade de governança a nível de país, e seus efeitos no desempenho das firmas.

Meinhardt, Jung e Weiss (2018), em ampla revisão da literatura sobre o ambiente das firmas, identificaram estudos que recomendam a mensuração das dimensões do ambiente de forma subjetiva, baseada nas percepções dos indivíduos sobre o ambiente e, também, estudos que defendem a medição do ambiente de forma objetiva, utilizando base de dados. Neste sentido, os indicadores de governança do país abordados na presente pesquisa são todos baseados nas percepções dos indivíduos sobre o ambiente.

Kaufman, Kraay e Zoido-Lobaton (1999) definem governança como as tradições e instituições pelas quais a autoridade em um país é exercida, incluindo o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos, a capacidade do governo de formular e implementar com eficácia políticas sólidas e o respeito dos cidadãos e do estado pelas instituições que governam a economia e interações sociais entre eles.

Uma série de medidas de qualidade de governança foram criadas baseadas nas percepções dos indivíduos sobre a qualidade da governança em diferentes países (KAUFMAN; KRAAY; ZOIDO-LOBATON, 1999), entre elas os indicadores de governança mundial que classificam os países conforme seis aspectos de boa governança, a saber: *voz e accountability*, estabilidade política e ausência de violência, eficácia governamental, qualidade regulatória, estado de direito e controle da corrupção (THOMAS, 2010), os quais mensuram a qualidade do ambiente institucional de um país e, por consequência, impactam o ambiente externo das empresas (GUGLER et al., 2013).

O Quadro 1 apresenta as definições dos seis indicadores da qualidade de governança ao nível país, conforme Kaufman, Kraay e Mastruzzi (2008).

QUADRO 1 – Definições dos indicadores da qualidade de governança

<b>Indicador</b>	<b>Definição</b>
<i>Voz e accountability</i>	Mede as percepções de até que ponto os cidadãos de determinado país são capazes de participar na seleção de seu governo, bem como a liberdade de expressão, liberdade de associação e uma mídia livre.
Estabilidade política e ausência de violência	Mede as percepções da probabilidade de o governo ser desestabilizado ou derrubado por meios violentos ou inconstitucionais, incluindo violência política e terrorismo.
Eficácia governamental	Mede a qualidade dos serviços públicos, a qualidade dos servidores públicos e o grau de sua independência a pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas públicas e a credibilidade do governo com tais políticas.
Qualidade regulatória	Mede as percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentos sólidos que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado.
Estado de direito	Mede as percepções de até que ponto os agentes confiam e cumprem as regras da sociedade e, em particular, a qualidade da execução de contratos, da polícia e das cortes, bem como a probabilidade de crime e violência.
Controle de corrupção	Mede as percepções de até que ponto o poder público é exercido para ganho privado, incluindo as formas de corrupção, sejam elas insignificantes ou grandes, bem como a captura do estado pelas elites e interesses privados.

Fonte: Adaptado de Kaufman, Kraay e Mastruzzi (2008).

Nos últimos anos, pesquisas têm se interessado no papel das instituições na determinação do desempenho da empresa e do país (GUGLER et al., 2013; SAYILIR; DOĞAN; SOUD, 2018). Segundo Acemoglu (2003) o ambiente institucional de um país determina em parte o seu desenvolvimento econômico, bem como o comportamento e desempenho das firmas. O estado do ambiente de negócios, definido de uma forma mais ampla como características do sistema legal, regulatório, financeiro e institucional, é um fator determinante no desempenho da firma (COMMANDER; SVEJNAR, 2011).

De acordo com Commander e Svejnar (2011), o ambiente de negócios exerce um importante papel na força de uma dada economia por meio do seu impacto no desempenho das firmas. Commander e Svejnar (2011) ainda apontam que ambientes de negócios ruins, geralmente caracterizados como aqueles em que, por exemplo, corrupção e regulamentação são altas e há incerteza generalizada com relação à tributação, licenciamento de negócios ou mesmo política macroeconômica, são amplamente considerados como causadores de baixo desempenho econômico. Logo, em tese, teriam efeito negativo sobre o desempenho das firmas.

Por outro lado, empresas têm melhor desempenho em países com forte aplicação de direitos de propriedade, judiciário independente, forte aplicação de contratos e assim por diante, pois instituições de governança de alta qualidade reduzem os custos de transação de fazer cumprir contratos, de obter licenças e autorizações e, de forma mais geral, de se conformar às leis e regulamentos do país (GUGLER et al., 2013).

Estudos empíricos apontam por esse sentido. Mueller e Yurtoglu (2000) testaram a ocorrência de diferença na performance de empresas de 38 países em função do tipo de sistema legal existente em cada país. Os autores encontraram diferenças significativas na performance das empresas. Firms de países de origem inglesa, em que o sistema legal é o *common law*, tiveram melhor desempenho, em média, do que as de países cujo sistema legal é o *civil law*.

Por sua vez, Gugler et al. (2013) analisaram os determinantes do desempenho de 23.000 subsidiárias listadas e não listadas, de todo o mundo, no período de 1994 a 2005. Os resultados indicaram que boas instituições, mensuradas pelos indicadores de governança mundial, estão associadas a um melhor desempenho para as subsidiárias das empresas.

Mardnly, Mouselli e Abdulraouf (2018) investigaram o efeito da governança corporativa no desempenho de empresas sírias e combinaram indicadores de governança no nível de empresa com o indicador estabilidade política e ausência de violência de governança ao nível de país. Os resultados mostraram uma relação positiva entre o indicador de estabilidade política e ausência de violência e o desempenho das empresas analisadas.

Diante do exposto, existem evidências de que os indicadores de governança dos países estão positivamente relacionados ao desenvolvimento financeiro, inclusive do mercado de capitais (SAYILIR; DOĞAN; SOUD, 2018), o que leva à suposição de que possa haver também alguma influência no desempenho das firmas (GUGLER et al., 2013; MARDNLY; MOUSELLI; ABDULRAOUF, 2018). Assim, sugere-se que ambientes de negócios com melhores indicadores de qualidade de governança a nível de país exercem efeitos positivos no desempenho das firmas, o que nos leva as seguintes hipóteses:

**H<sub>1</sub>:** Os indicadores de qualidade de governança a nível de país têm relação positiva e estatisticamente significativa com a rentabilidade das firmas.

**H<sub>2</sub>:** Os indicadores de qualidade de governança a nível de país têm relação positiva e estatisticamente significativa com o valor de mercado das firmas.

## **METODOLOGIA**

### **Amostra**

Partiu-se de uma população composta por 4.406 empresas provenientes de dez países distintos, com dados no período de 2009 a 2018. Ocorre que foram verificados *missing values* para algumas variáveis, de modo que, como forma de manter a quantidade de observações isonômica para todas as medidas consideradas nos modelos, efetuou-se a exclusão dos valores faltantes. Desta forma, a amostra final deste estudo é composta por 2.511 empresas oriundas da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Estados Unidos, México e Peru, com dados referentes ao período de 2009 a 2018, totalizando 15.981 observações empresa-ano.

Além dos países e período, a amostra contemplou 20 setores de atividade específicos e um grupo denominado Outros, no qual foram alocadas as observações de empresas cujo ramo de atuação não se encaixava em nenhum dos grupos de setores específicos. Dentre os setores específicos, os que apresentaram maior número de observações foram: Química (1.422); Eletroeletrônicos (1.218); Energia Elétrica (1.116); Comércio (967) e Alimentos e Bebidas (945). Por outro lado, a menor quantidade de observações foi verificada nos setores de: Mineração de não-metals (36), Papel e Celulose (156), Telecomunicações (263), Têxtil (310) e Agro e Pesca (353). A Tabela 1 apresenta informações adicionais sobre a definição da amostra da pesquisa.

TABELA 1 – Descrição da amostra

Painel A: Definição da amostra											
Banco de dados (4406 empresas x 10 anos)	44.060 observações empresa-ano										
(-) Observações com missing value	(28.079) observações empresa-ano										
(=) Amostra final	15.981 observações empresa-ano										
Painel B: Observações da amostra por país e ano											
País / Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Argentina	58	58	58	57	57	57	55	54	55	52	561
Bolívia	16	16	13	9	8	10	14	15	15	14	130
Brasil	225	221	218	214	206	197	188	180	169	158	1.976
Chile	133	131	126	121	118	117	116	114	111	109	1.196
Colômbia	31	29	26	25	17	14	11	9	8	8	178
Equador	3	1	1	1	1	1	1	2	5	0	16
EUA	561	578	599	616	619	639	1.586	1.645	1.711	1.843	10.397
México	88	88	85	80	78	76	72	72	70	68	777
Peru	81	80	79	78	76	75	72	70	70	69	750
Total	1.196	1.202	1.205	1.201	1.180	1.186	2.115	2.161	2.214	2.321	15.981
Painel C: Observações da amostra por setor e ano											
Setor / Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Agro e Pesca	40	39	37	37	34	33	35	34	33	31	353
Alimentos e Beb.	94	93	93	91	88	90	101	100	100	95	945
Comércio	78	79	81	80	76	74	121	124	127	127	967
Construção	61	59	59	54	52	51	65	65	64	66	596
Eletroeletrônicos	65	68	69	68	69	70	195	202	203	209	1.218
Energia Elétrica	119	118	112	109	108	107	115	112	111	105	1.116
Fundos	55	55	56	57	57	57	109	112	116	134	808
Máquinas Ind.	44	45	45	46	46	47	88	91	93	95	640
Mineração	41	40	40	41	41	41	50	50	50	50	444
Mineração não-met.	2	2	3	3	3	3	5	5	5	5	36
Outros	195	199	205	208	203	206	462	474	492	526	3.170
Papel e Celulose	13	13	14	14	14	14	19	18	18	19	156
Petróleo e Gás	67	68	65	66	64	63	98	102	105	107	805
Química	83	81	79	80	79	80	211	218	237	274	1.422
Siderur. e Metalur.	47	47	47	47	47	47	88	90	89	91	640
Software e Dados	31	31	31	32	32	35	81	89	90	101	553
Telecomunicações	19	19	20	21	21	21	34	34	36	38	263
Textil	26	27	28	28	28	27	36	36	37	37	310
Transporte	66	67	67	65	64	62	79	79	79	79	707
Veículos e peças	25	26	27	27	27	30	62	63	63	66	416
Finanças e seguros	25	26	27	27	27	28	61	63	66	66	416
Total	1.196	1.202	1.205	1.201	1.180	1.186	2.115	2.161	2.214	2.321	15.981

Fonte: elaboração própria.

### Definição das variáveis

Para atingir o objetivo geral de examinar a relação entre a qualidade da governança ao nível país e o desempenho econômico da firma, foram atribuídas como variáveis dependentes medidas para a performance, a partir da rentabilidade e o valor de mercado. A rentabilidade foi

mensurada pelo retorno sobre o ativo (ROA), conforme recomenda Araújo e Leite Filho (2018). A Equação 1 mostra a fórmula de cálculo do ROA:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}} \quad (1)$$

Por sua vez, tendo como base Ousama, Al-Mutairi e Fatima (2020), o valor de mercado (FMV) foi obtido por meio do logaritmo natural da capitalização de mercado da firma. A Equação 2 apresenta a fórmula de cálculo do valor de mercado:

$$FMV = \ln(\text{preço das ações} \times \text{quantidade de ações em circulação}) \quad (2)$$

No que se refere à qualidade da governança ao nível país, foram utilizados os indicadores mundiais de governança do Banco Mundial (2021). Os indicadores de governança do Banco Mundial variam de -2,5 a 2,5, sendo que o valor de -2,5 corresponde às piores condições possíveis, enquanto que o valor de 2,5 sugere a melhor situação em termos de governança (MARDNLY; MOUSELLI; ABDULRAOUF, 2018). Os indicadores contemplados, descritos por Thomas (2010), os quais compuseram as variáveis independentes de interesse deste estudo foram os seguintes:

- Voz e *accountability* (VA): mensura as percepções de até que ponto os cidadãos de determinado país são capazes de participar na seleção de seu governo, bem como a liberdade de expressão, liberdade de associação e uma mídia livre;
- Estabilidade política e ausência de violência (PV): mensura as percepções da probabilidade de o governo ser desestabilizado ou derrubado por meios violentos ou inconstitucionais, incluindo violência política e terrorismo;
- Eficácia governamental (GE): mensura a qualidade dos serviços públicos, a qualidade dos servidores públicos e o grau de sua independência a pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas públicas e a credibilidade do governo com tais políticas;
- Qualidade regulatória (RQ): mensura as percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentos sólidos que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado;
- Estado de direito (RL): mensura as percepções de até que ponto os agentes confiam e cumprem as regras da sociedade e, em particular, a qualidade da execução de contratos, da polícia e das cortes, bem como a probabilidade de crime e violência; e
- Controle da corrupção (CC): mensura as percepções de até que ponto o poder público é exercido para ganho privado, incluindo as formas de corrupção, sejam elas insignificantes ou grandes, bem como a captura do estado pelas elites e interesses privados.

Foram incluídas, como controle, variáveis que pesquisas anteriores já indicaram manter alguma relação significativa com a rentabilidade e o valor da firma. As variáveis de controle foram as seguintes:

- Tamanho da firma (FSZ): mensurado pelo logaritmo natural do ativo total (AGGARWAL; PADHAN, 2017);

- Taxa de crescimento das vendas (GWT): mensurado pela divisão da receita de vendas do ano vigente pela receita de vendas do ano anterior, subtraída do valor 1 (AGGARWAL; PADHAN, 2017);
- *Market-to-book ratio* (MB): mensurado pela divisão do valor de mercado da firma por seu valor patrimonial (CHE et al., 2018);
- Volatilidade da rentabilidade (VR): mensurado a partir do desvio padrão do retorno sobre o ativo nos três anos anteriores (KONCHITCHKI et al., 2016);

Também foram inseridos vetores de variáveis *dummies* para o setor (21 grupos de setores) e ano (10 anos, de 2009 a 2018).

### Procedimentos de análise

Para a análise das variáveis foram empregadas estatísticas descritivas e modelos de regressão linear estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. O modelo econométrico genérico é dado por:

$$Desempenho_{it} = \alpha + \beta_n Governança_{it} + \gamma Controle_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que  $Desempenho_{it}$  refere-se às variáveis de performance de rentabilidade (ROA) e valor de mercado (FMV) da firma  $i$  no ano  $t$ ;  $Governança_{it}$  diz respeito às variáveis de governança ao nível país, a saber: voz e *accountability* (VA), estabilidade política e ausência de violência (PV), eficácia governamental (GE), qualidade regulatória (RQ), estado de direito (RL) e controle da corrupção (CC) da firma  $i$  no ano  $t$ ;  $Controle_{it}$  refere-se às variáveis de controle tamanho da firma (FSZ), taxa de crescimento das vendas (GWT), *market-to-book ratio* (MB) e volatilidade da rentabilidade (VR) da firma  $i$  no ano  $t$ ;  $\alpha$ ,  $\beta$  e  $\gamma$  são os coeficientes; o termo de erro idiossincrático é dado por  $\varepsilon_{it}$ .

Os modelos foram estimados com erros-padrão robustos, como forma evitar eventuais problemas oriundos da heterocedasticidade. Também foram aplicados aos modelos o fator de inflação da variância (VIF) para verificar existência de multicolinearidade, tendo como critério de corte  $VIF > 5$ . Os *outliers* foram tratados mediante procedimento *winsorize* ao nível máximo de 0,025.

### RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas, isto é, a média, o desvio-padrão, os valores mínimo e máximo, bem como os percentis 10, 25, 50, 75 e 90 para cada variável estudada. O total de observações da amostra foi de 15.981 empresas-ano.

TABELA 2 - Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	D.P.	Min.	P <sub>10</sub>	P <sub>25</sub>	P <sub>50</sub>	P <sub>75</sub>	P <sub>90</sub>	Max.
ROA	15.981	0,0753	0,1453	-0,5012	-0,0374	0,0415	0,0898	0,1437	0,2131	0,3340
FMV	15.981	20,7220	2,4545	15,1874	17,1095	19,0324	21,1849	22,4857	23,6482	24,9971
VA	15.981	0,8711	0,3661	-0,0433	0,2273	0,5220	1,0495	1,1092	1,1270	1,1616
PV	15.981	0,2755	0,4067	-0,9074	-0,3863	0,1590	0,4023	0,5824	0,6781	0,6781
GE	15.981	1,0347	0,7411	-0,4474	-0,1715	0,1624	1,4771	1,5544	1,5770	1,5770
RQ	15.981	1,0097	0,7700	-0,9573	-0,2073	0,4029	1,3374	1,4971	1,6281	1,6281
RL	15.981	1,0330	0,8843	-1,0237	-0,4228	0,0377	1,5572	1,6180	1,6447	1,6447
CC	15.981	0,8939	0,7564	-0,6301	-0,4000	0,0463	1,3287	1,3813	1,3969	1,4973
FSZ	15.981	20,9228	2,1395	16,4893	17,8341	19,4460	21,1251	22,4905	23,6768	24,9332
GWT	15.981	0,0157	0,5734	-1,5780	-0,4774	-0,1414	0,0128	0,1309	0,4096	2,1586
MB	15.981	3,1550	3,9224	-1,5240	0,3340	1,0341	2,0025	3,7256	7,0251	19,4923
VR	15.981	3,4388	6,6445	0,0047	0,0135	0,0453	0,9072	3,1992	9,6654	32,5271

Notas: ROA representa o retorno sobre o ativo; FMV representa o valor de mercado; VA representa voz e *accountability*; PV representa a estabilidade política e ausência de violência; GE representa a eficácia governamental; RQ representa a qualidade regulatória; RL representa o estado de direito; CC representa o controle da corrupção; FSZ representa o tamanho da firma; GWT representa a taxa de crescimento das vendas; MB representa o *market-to-book ratio*; VR representa a volatilidade da rentabilidade; Obs. indica as observações; D.P. indica o desvio-padrão; Min. indica o valor mínimo; P<sub>k</sub> indica o k percentil; Máx. indica o valor máximo.

Fonte: elaboração própria.

Observa-se na Tabela 2 que as empresas analisadas tiveram rentabilidade média positiva, com ROA de 0,75. A média para o logaritmo natural do valor de mercado foi 20,72. No que se refere aos indicadores da qualidade de governança ao nível país, a média foi positiva para todas as seis variáveis contempladas, a saber: voz e *accountability* (0,87), estabilidade política e ausência de violência (0,28), eficácia governamental (1,04), qualidade regulatória (1,01), estado de direito (1,03) e controle da corrupção (0,89).

Como os indicadores de governança dos países, estimados pelo Banco Mundial, variam de -2,5 a 2,5 (MARDNLY; MOUSELLI; ABDULRAOUF, 2018), os resultados sugerem que, em média, as empresas da amostra estão em ambientes com boa qualidade de governança institucional. Contudo, cabe mencionar que dada a dispersão desses valores, a média positiva pode ser um reflexo da elevada quantidade de observações de empresas dos Estados Unidos na amostra (ver Tabela 1), a qual contemplou, ainda que em menor grau, as firmas da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador e México.

Quanto às variáveis para as características das firmas, a média para o logaritmo natural do ativo total, utilizado como *proxy* para o tamanho, foi de 20,92. Por sua vez, a média da taxa de crescimento das vendas observada foi de 1,57%. As firmas da amostra, no geral, apresentaram valor de mercado superior ao valor contábil, pois verificou-se média positiva de 3,16 do *market-to-book ratio*. Por fim, apesar da rentabilidade positiva, os resultados indicaram média para a volatilidade da rentabilidade de 3,44.

Para verificar a associação entre a qualidade da governança ao nível país e o desempenho das firmas, foram calculados os coeficientes de correlação de Pearson para as variáveis estudadas. Além disso, foi examinada a significância estatística dos coeficientes de correlação, os quais são expostos na Tabela 3.

TABELA 3 – Matriz de correlação

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ROA	1											
FMV	0.3889*	1										
VA	-0.0011	0.3614*	1									
PV	0.0363*	0.3175*	0.6380*	1								
GE	0.0213*	0.3973*	0.7600*	0.8425*	1							
RQ	0.0023	0.3496*	0.6758*	0.7269*	0.9496*	1						
RL	0.0225*	0.3901*	0.7517*	0.8618*	0.9784*	0.9527*	1					
CC	0.0141*	0.3623*	0.7206*	0.8770*	0.9758*	0.9468*	0.9868*	1				
FSZ	0.3625*	0.8841*	0.2879*	0.2742*	0.3135*	0.2565*	0.3061*	0.2869*	1			
GWT	0.0321*	0.0601*	0.1037*	0.1064*	0.1246*	0.1152*	0.1223*	0.1186*	0.0358*	1		
MB	0.1010*	0.2997*	0.0839*	0.0526*	0.0981*	0.0916*	0.0871*	0.0822*	0.0382*	0.0157*	1	
VR	-0.4292*	-0.1147*	0.2971*	0.2510*	0.3334*	0.3103*	0.3209*	0.3079*	-0.2181*	0.1109*	0.0737*	1

Notas: ROA representa o retorno sobre o ativo; FMV representa o valor de mercado; VA representa voz e *accountability*; PV representa a estabilidade política e ausência de violência; GE representa a eficácia governamental; RQ representa a qualidade regulatória; RL representa o estado de direito; CC representa o controle da corrupção; FSZ representa o tamanho da firma; GWT representa a taxa de crescimento das vendas; MB representa o *market-to-book ratio*; VR representa a volatilidade da rentabilidade; \* representa significância estatística ao nível de 10%.

Fonte: elaboração própria.

Percebe-se na Tabela 3 que quatro das seis variáveis para a qualidade da governança dos países, nomeadamente estabilidade política e ausência de violência (PV), eficácia governamental (GE), estado de direito (RL) e controle de corrupção (CC), apresentaram associação positiva e estatisticamente significativa com a rentabilidade (ROA), embora os coeficientes indiquem fraca correlação. A associação dos indicadores de voz e *accountability* (VA) e qualidade regulatória (RQ) com a rentabilidade não foram significantes em termos estatísticos. Por sua vez, para a outra medida de desempenho considerada, isto é, o valor de mercado da firma (FMV), todas as seis variáveis de governança indicaram associação positiva significativa.

Esses achados são um indicativo de que os indicadores de qualidade de governança ao nível do país mantêm relação positiva com a rentabilidade e valor de mercado das firmas, em conformidade com as hipóteses H<sub>1</sub> e H<sub>2</sub> deste trabalho. Desta forma, os resultados da análise de correlação se mostram condizentes com o esperado, haja vista que a literatura entende o ambiente de negócios em que a firma está inserida como um importante direcionador de sua performance (COMMANDER; SVEJNAR, 2011).

No que tange às características das firmas, o tamanho da firma (FSZ), a taxa de crescimento das vendas (GWT) e o *market-to-book ratio* (MB) estiveram positivamente associados tanto com a rentabilidade quanto com o valor de mercado. A volatilidade da rentabilidade (VR) também manteve associação com as medidas de performance, porém com sinal inverso. Isso sugere que aumentos no tamanho da firma, na taxa de crescimento das vendas e no *market-book ratio* estariam associados a aumentos na rentabilidade e valor de mercado, enquanto que o contrário seria esperado para a volatilidade do ROA.

Como forma de testar as hipóteses de pesquisa, foram estimados modelos de regressão linear. Os modelos indicados na Tabela 4 indicam o efeito da governança institucional ao nível país na rentabilidade das firmas.

TABELA 4 – Efeito da governança dos países na rentabilidade das firmas

ROA	1	2	3	4	5	6
VA	0,0065**					
PV		0,0175***				
GE			0,0113***			
RQ				0,0078***		
RL					0,0096***	
CC						0,0079***
FSZ	0,0181***	0,0174***	0,0169***	0,0175***	0,0169***	0,0175***
GWT	0,0159***	0,0155***	0,0154***	0,0156***	0,0154***	0,0156***
MB	0,0043***	0,0044***	0,0043***	0,0043***	0,0044***	0,0043***
VR	-0,0081***	-0,0083***	-0,0084***	-0,0083***	-0,0084***	-0,0083***
Constante	-0,3215***	-0,3006***	-0,2968***	-0,3086***	-0,2950***	-0,3059***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observ.	15.981	15.981	15.981	15.981	15.981	15.981
R <sup>2</sup>	0,3142	0,3157	0,3160	0,3152	0,3161	0,3152
VIF Médio	1,16	1,13	1,2	1,15	1,18	1,16

Notas: ROA representa o retorno sobre o ativo; VA representa voz e *accountability*; PV representa a estabilidade política e ausência de violência; GE representa a eficácia governamental; RQ representa a qualidade regulatória; RL representa o estado de direito; CC representa o controle da corrupção; FSZ representa o tamanho da firma; GWT representa a taxa de crescimento das vendas; MB representa o *market-to-book ratio*; VR representa a volatilidade da rentabilidade; \*\*\*, \*\* e \* representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na Tabela 4, percebe-se que todas as seis medidas para a qualidade da governança ao nível país mantiveram uma relação positiva e estatisticamente significativa com a rentabilidade da firma. A partir disso, pode-se afirmar que empresas provenientes de países com indicadores superiores de voz e *accountability* (VA), estabilidade política e ausência de violência (PV), eficácia governamental (GE), qualidade regulatória (RQ), estado de direito (RL) e controle da corrupção (CC) tendem a apresentar maior rentabilidade (ROA). Esses achados suportam, portanto, a hipótese H<sub>1</sub>.

Para as variáveis de controle, as quais compuseram medidas referentes às características das firmas, verificou-se a existência relação positiva e significativa com a rentabilidade para o tamanho (FSZ), para a taxa de crescimento das vendas (GWT) e para o *market-to-book ratio* (MB). Por outro lado, a volatilidade da rentabilidade (VR) apresentou relação inversa com a rentabilidade (ROA). Entende-se disso que empresas grandes, com taxas de aumento das vendas e *market-to-book ratio* elevados, e com baixa volatilidade do retorno sobre o ativo ao longo tempo são aquelas que, em média, possuem maior rentabilidade.

Os testes realizados para a H<sub>2</sub>, a fim de examinar a relação entre os indicadores de governança dos países e o valor de mercado da firma, estão expostos na Tabela 5.

TABELA 5 – Efeito da governança dos países no valor das firmas

FMV	1	2	3	4	5	6
VA	0,4440***					
PV		0,2228***				
GE			0,2590***			
RQ				0,2606***		
RL					0,2199***	
CC						0,2088***
FSZ	0,9900***	1,0038***	0,9822***	0,9862***	0,9824***	0,9911***
GWT	0,0579**	0,0602***	0,0521**	0,0515**	0,0514**	0,0543***
MB	0,1527***	0,1533***	0,1526***	0,1527***	0,1531***	0,1530***
VR	0,0042**	0,0080***	0,0023*	0,0030**	0,0025*	0,0045***
Constante	-1,6497***	-1,6112***	-1,2681***	-1,3609***	-1,2240***	-1,4103***
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observ.	15.981	15.981	15.981	15.981	15.981	15.981
R <sup>2</sup>	0,8687	0,8668	0,8694	0,8702	0,8697	0,8685
VIF Médio	1,16	1,13	1,20	1,15	1,18	1,16

Notas: FMV representa o valor de mercado; VA representa voz e *accountability*; PV representa a estabilidade política e ausência de violência; GE representa a eficácia governamental; RQ representa a qualidade regulatória; RL representa o estado de direito; CC representa o controle da corrupção; FSZ representa o tamanho da firma; GWT representa a taxa de crescimento das vendas; MB representa o *market-to-book ratio*; VR representa a volatilidade da rentabilidade; \*\*\*, \*\* e \* representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observa-se na Tabela 5 que os resultados nos modelos cuja variável dependente foi o valor de mercado foram equivalentes aos achados dos modelos para a rentabilidade (Tabela 4). Desta forma, todas as medidas de governança dos países se mostraram positivamente relacionadas ao valor de mercado, suportando assim a hipótese H<sub>2</sub>. Quanto às características das firmas na Tabela 5, apenas a volatilidade da rentabilidade apresentou resultado diverso do observado nos modelos indicados na Tabela 4, uma vez que sua relação com o valor de mercado foi positiva.

Os resultados evidenciados nesta pesquisa corroboram os argumentos predominantes na literatura sobre o tópico, de que o ambiente em que as firmas estão inseridas, incluindo indicadores institucionais de governança, afetam sua performance (COMMANDER; SVEJNAR, 2011; GUGLER et al., 2013; MARDNLY; MOUSELLI; ABDULRAOUF, 2018). Conclui-se também que os países com altos indicadores de governança, possuem melhores condições para que as empresas com atividades desenvolvidas no local obtenham desempenho superior em termos de rentabilidade e valor de mercado.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi examinar o efeito da qualidade da governança a nível de país no desempenho das firmas. A amostra contou com 2.511 empresas da Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Estados Unidos, México e Peru, com dados referentes ao período de 2009 a 2018, totalizando 15.981 observações empresa-ano. As hipóteses de pesquisa foram testadas por meio de modelos de regressão linear múltipla, estimados por pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

Como inovação proposta neste trabalho, foi realizada a combinação de elementos regionais, quais sejam, indicadores de qualidade de governança ao nível país (voz e *accountability*, estabilidade política e ausência de violência, eficácia governamental, qualidade regulatória, estado de direito e controle da corrupção) e medidas para o desempenho das firmas, baseadas na rentabilidade e valor de mercado.

Os principais resultados mostraram que todos os indicadores de governança ao nível país estão positiva e estatisticamente relacionados com o desempenho das firmas analisadas. Esses achados sugerem que as empresas que estão inseridas em ambientes com boas condições de governança institucional, estão propensas a obter melhor desempenho. Uma possível justificativa para isso é que ambientes de negócios ruins, como por exemplo, com alta corrupção e regulamentação, incerteza generalizada com relação à tributação, licenciamento de negócios ou mesmo política macroeconômica, comprometem o desempenho econômico e, por consequência, a performance das firmas.

Como limitação da pesquisa, pode ser destacado o fato de que as medidas de qualidade de governança são gerais para determinado país, não sendo possível capturar o efeito da qualidade de governança em relação às diferentes regiões em que as firmas estão inseridas no contexto intra-país. Para futuras pesquisas, propõe-se estudar a relação entre o desempenho das firmas e os fatores ambientais dos países baseados em medidas objetivas do ambiente, com vistas ao aprofundamento dos resultados expostos por este presente estudo.

## REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, D. Root causes. **Finance & Development**, v. 40, n. 2, p. 27-43, 2003.
- AGGARWAL, D.; PADHAN, P. C. Impact of capital structure on firm value: evidence from Indian Hospitality Industry. **Theoretical Economics Letters**, v. 7, n. 4, p. 982-1000, 2017.
- ALDRICH, H. E.; PFEFFER, J. Environments of organizations. **Annual Review of Sociology**, v. 2, n. 1, p. 79-105, 1976.
- ANASTASIOU, D.; BRAGOUDAKIS, Z.; MALANDRAKIS, I. Non-performing loans, governance indicators and systemic liquidity risk: evidence from Greece. **SSRN Working Paper**, 2019.
- ARAÚJO, R. A. M.; LEITE FILHO, P. A. M. Reflexo do nível de agressividade fiscal sobre a rentabilidade de empresas listadas na B3 e NYSE. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 4, p. 115-136, 2019.
- BANCO MUNDIAL. **Worldwide Governance Indicators**. 2021. Disponível em: <[https://databank.worldbank.org/reports.aspx?Report\\_Name=WGI-Table&Id=ceea4d8b#](https://databank.worldbank.org/reports.aspx?Report_Name=WGI-Table&Id=ceea4d8b#)>. Acesso em 26 de mai. 2021.
- BORGES JÚNIOR, D. M. Relatório de sustentabilidade e desempenho das firmas brasileiras de capital aberto. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, p. 1-13, 2019.
- CHE, X.; LIEBENBERG, A. P.; LIEBENBERG, I. A.; MORRIS, B. C. The effect of growth opportunities on the market reaction to dividend cuts: evidence from the 2008 financial crisis. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 51, n. 1, p. 1-17, 2018.
- COMMANDER, S.; SVEJNAR, J. Business environment, exports, ownership, and firm performance. **The Review of Economics and Statistics**, v. 93, n. 1, p. 309-337, 2011.

- CORVINO, A.; CAPUTO, F.; PIRONTI, M.; DONI, F.; MARTINI, S. B. The moderating effect of firm size on relational capital and firm performance: Evidence from Europe. **Journal of Intellectual Capital**, v. 20, n. 4, p. 510-532, 2019.
- DESS, G. G.; BEARD, D. W. Dimensions of organizational task environments. **Administrative Science Quarterly**, p. 52-73, 1984.
- GIL, A. C.; OLIVA, E. C.; NOVAES, M. B. C.; SILVA, E. C. Fundamentos científicos da gestão para o desenvolvimento da regionalidade. **Revista de Ciências da Administração**, v. 15, n. 35, p. 68-81, 2013.
- GORDON, E. A.; GREINER, A.; KOHLBECK, M. J.; LIN, S.; SKAIFE, H. Challenges and opportunities in cross-country accounting research. **Accounting Horizons**, v. 27, n. 1, p. 141-154, 2013.
- GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; PEEV, E.; SEGALLA, E. Institutional determinants of domestic and foreign subsidiaries' performance. **International Review of Law and Economics**, v. 34, p. 88-96, 2013.
- HANOUSEK, J.; KOCHANOVA, A. Bribery environments and firm performance: evidence from CEE countries. **European Journal of Political Economy**, v. 43, p. 14-28, 2016.
- IBHAGUI, O. W.; OLOKOYO, F. O. Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 45, p. 57-82, 2018.
- KALIL, J. P. A.; BENEDICTO, G. C. Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 17, n. 1, p. 197-224, 2018.
- KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. Governance matters VII: Aggregate and individual governance indicators, 1996-2007. **World Bank Policy Research**. Working paper, n. 4654, 2008.
- KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; ZOIDO, P. Governance matters. **World Bank Policy Research**. Working paper, n. 2196, 1999.
- KONCHITCHKI, Y.; LUO, Y.; MA, M. L.; WU, F. Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. **Review of Accounting Studies**, v. 21, n. 1, p. 1-36, 2016.
- MARDNLY, Z.; MOUSELLI, S.; ABDULRAOUF, R. Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria. **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, v. 11, n. 4, p. 591-607 2018.
- MEINHARDT, R.; JUNGE, S.; WEISS, M. The organizational environment with its measures, antecedents, and consequences: a review and research agenda. **Management Review Quarterly**, v. 68, n. 2, p. 195-235, 2018.
- MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Country legal environments and corporate investment performance. **German Economic Review**, v. 1, n. 2, p. 187-220, 2000.

NA, K.; KANG, Y. Relations between innovation and firm performance of manufacturing firms in Southeast Asian emerging markets: Empirical evidence from Indonesia, Malaysia, and Vietnam. **Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, v. 5, n. 4, p. 98, 2019.

OUSAMA, A. A.; AL-MUTAIRI, M. T.; FATIMA, A. H. The relationship between intellectual capital information and firms' market value: a study from an emerging economy. **Measuring Business Excellence**, v. 24, n. 1, p. 39-51, 2020.

PEREIRA JÚNIOR, A.; PEREIRA, V. S.; PENEDO, A. O efeito da retenção de caixa e investimento na performance de companhias brasileiras exportadoras e domésticas em períodos de crescimento econômico e crise. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 18, n. 46, 2021.

PHAM, H. S. T.; NGUYEN, D. T. Debt financing and firm performance: The moderating role of board independence. **Journal of General Management**, v. 45, n. 3, p. 141-151, 2020.

PIEKKARI, R.; NELL, P. C.; GHOURI, P. N. Regional management as a system. **Management International Review**, v. 50, n. 4, p. 513-532, 2010.

SAYILIR, Ö.; DOĞAN, M.; SOUD, N. S. Financial development and governance relationships. **Applied Economics Letters**, v. 25, n. 20, p. 1466-1470, 2018.

THOMAS, M. A. What do the worldwide governance indicators measure?. **The European Journal of Development Research**, v. 22, n. 1, p. 31-54, 2010.