
MATRIZ INSTITUCIONAL E RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL: UM ESTUDO MULTINÍVEL NAS 20 MAIORES ECONOMIAS

Ronaldo dos Santos Alves Rodrigues ¹

Cláudio Marcelo Edwards Barros ²

Ademir Clemente³

▪ Artigo recebido em: 19/07/2022 ▪▪ Artigo aceito em: 16/05/2023 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 08/08/2023

RESUMO

A proposta desse estudo foi verificar a relação entre as matrizes institucionais na relevância da informação contábil nas 20 economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018. A amostra foi composta por 2.542 empresas durante o período de 2010 a 2018, totalizando 20.002 observações para todo o período analisado. As variáveis utilizadas para a relevância da informação contábil foram o Lucro Por Ação e o Patrimônio Líquido por Ação, para a Governança Corporativa adotou-se a variável G do índice Environmental Social and Governance (ESG) e para as matrizes institucionais as seis variáveis individuais do Word Governance Index (WGI). Os dados foram analisados por meio de modelos hierárquicos lineares com medidas repetidas (HLM3). Os resultados da pesquisa apontam que as práticas corporativas estão alinhadas com as instituições das diferentes economias, ou seja, que as regras e os conjuntos de regras dos países exercem influência nas estruturas de governança. Adicionalmente, as matrizes institucionais melhoram a relevância da informação contábil. Sendo assim, conclui-se que do mesmo modo que as informações contábeis reduzem as incertezas, as mesmas transmitem sinais ao mercado e essa transmissão passa a ser mais forte em países com melhores níveis institucionais.

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

¹Doutorando em Contabilidade – PPGCONT- UFPR, Professor do Mestrado Profissional em Administração – PMPA UnC, Av. Presidente, Av. Nereu Ramos, 1071 - Jardim do Moinho, Mafra - SC, 89300-000, ronaldo.sarodrigues@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0001-9361-5474>

²Doutor em Contabilidade (UFPR), Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (PPGCONT): Av. Prefeito Lothário Meissner, 623 - Jardim Botânico, Curitiba - PR, 80210-170, marceloedwards@ufpr.br

<https://orcid.org/0000-0001-7431-1627>

³Pós-Doutor em Engenharia (COPPE-UFPR), Professor Titular aposentado da Universidade Federal do Paraná (UFPR): Av. Prefeito Lothário Meissner, 623 - Jardim Botânico, Curitiba - PR, 80210-170, ademirclemente@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-3998-6263>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dra. Bruna Camargos Avelino

Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

INSTITUTIONAL MATRIX AND RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION: A MULTILEVEL STUDY

ABSTRACT

The purpose of this study was to verify the relationship between institutional matrices in the relevance of accounting information in the 20 economies that had the highest market capitalization in 2018. The sample was composed of 2.542 companies during the period from 2010 to 2018, totaling 20.002 observations for the entire analyzed period. The variables used for the relevance of accounting information were Earnings Per Share and Shareholders' Equity per Share. For Corporate Governance, the variable G of the Environmental Social and Governance Index (ESG) and for the institutional matrices the six individual variables of the Word Governance Index (WGI). The data were analyzed using linear hierarchical models with repeated measures (HLM3). The results of the research evidenced that corporate practices are aligned with the institutions of different economies, that is the rules and sets of rules of the countries have an influence on governance structures. Additionally, the institutional matrices improve the relevance of accounting information. Therefore, it is concluded that in the same way that accounting information reduces uncertainties, they transmit signals to the market and this transmission becomes stronger in countries with better institutional levels.

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

1 INTRODUÇÃO

O ambiente econômico e social é permeado por incertezas e, devido à grande quantidade de informações, os agentes econômicos não possuem capacidade de obter e processar todas as informações relevantes para a tomada de decisão (Melo & Fucidji, 2016). A partir do momento em que os agentes econômicos não conhecem o mundo sobre o qual devem decidir, criam as instituições para reduzir as incertezas nas interações entre as pessoas ao estabelecer bases comuns de crenças e regras (North, 1990). Uma instituição pode ser uma regra, norma, leis, constituições, códigos de condutas, religião, sistemas políticos e econômicos (North, 1990; Gala, 2003) e o ponto chave para a sua existência é a de reduzir as incertezas, reduzir os custos de transação, garantir os direitos de propriedades e o cumprimento contratual das relações econômicas (North, 1990; Filártiga, 2007).

Por sua vez, o conjunto das instituições de uma economia formam a matriz institucional dos países (North, 1990). Ou seja, as sociedades possuem matrizes institucionais que são formadas pelas instituições que, por sua vez, são regras formais e informais, escritas ou não escritas – tais como o sistema legal, entendimento da moral, corrupção, religião, cultura, códigos e ética, entre outros (Aguilhera & Jackson, 2010; Kaufmann, Kraay & Mastruzzi, 2011). Estudos anteriores evidenciaram que alguns elementos das matrizes institucionais afetam a

Relevância da Informação Contábil (Dal Maso, Liberatore & Mazzi, 2017; Batistella, Dal Magro, Mazzionno & Paulo, 2021).

Essa influência ocorre, pois, as matrizes institucionais exercem influência na realidade das organizações, visto que elas seguem o conjunto de regras e normas para definirem o que é legítimo ou não. Habib e Azim (2008) apontam que devido à existência de mecanismos de Governança Corporativa (GC) os relatórios financeiros apresentam maior relevância, pois, com a separação entre propriedade e controle – conflito de agência – surgem informações assimétricas que os gestores poderiam utilizar para expropriar a riqueza dos acionistas (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976). A relevância da informação contábil é a capacidade dos números contábeis em fornecer insumos para os analistas e stakeholders do mercado financeiro para efetuarem as suas projeções financeiras. Assim, uma das funções mais importantes da governança corporativa é garantir a qualidade dessas informações (Hendriksen & Breda, 1999; Fiador, 2013). Lopes (2002, p. 68) acrescenta que “a relevância da informação emanada pela contabilidade não pode ser avaliada completamente sem a consideração dos mecanismos de governança corporativa”. Para La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) essa relevância ocorre pelo fato de os investidores utilizarem os demonstrativos contábeis para compor suas projeções.

A relação entre a informação contábil e elementos culturais já foi objeto de estudo (Dal Maso, Liberatore, Mazzi, 2016; Batistella, Magro, Mazzioni & Paulo, 2021), e alguns estudos apontam que a governança corporativa é influenciada pelos elementos das matrizes institucionais (Silveira, 2002; Silveira, 2005; Terra & Lima, 2006; Lopes, 2009; Armstrong & Guay, 2010). No entanto, a relação da governança corporativa, no nível da firma, e das matrizes institucionais, no nível das economias, com a relevância da informação contábil não foi devidamente explorada. Pois os estudos anteriores, tiveram como foco a relação de alguns elementos das matrizes institucionais de forma isolada e não consideraram a governança corporativa. Sendo que, a governança corporativa aumenta a relevância da informação contábil e esta, por sua vez, é influenciada pelas matrizes institucionais. Assim, este trabalho tem a finalidade de investigar a influência das matrizes institucionais sobre a Relevância da Informação Contábil divulgada ao mercado de capitais.

A motivação do estudo resulta de dois elementos centrais. Em primeiro lugar, entre 1978 e 2008 houve uma taxa de crescimento de 19% no número de códigos de Governança Corporativa no mundo (Aguilhera & Cuervo-Czurra, 2009). Do total, 196 códigos em 2008, os EUA e UK corresponderam por 26%. Em segundo, a informação contábil é aquela que possui maior capacidade de explicar as variações nos preços das ações, como os preços das ações refletem a expectativa de geração de caixa futura, quanto mais correlacionados os preços estiverem com as informações contábeis significa que as informações estarão mais próximas da realidade econômica do negócio. Takamatsu (2014) estudou essa relação e concluiu que existe relação entre elementos que compõem a matriz institucional e os preços das ações.

Para verificar a motivação do estudo, foram coletados dados de 2.542 empresas distribuídas em 20 países. Foi utilizado o modelo de Ohlson (1995) para verificar a relevância da informação. Como método de análise, foi utilizado o

modelo de regressão hierárquica linear com medidas repetidas (HLM3). A escolha deu-se devido à natureza dos dados (empresas de diferentes países analisadas ao longo de um período de tempo).

As evidências sugerem que a partir da composição das matrizes institucionais, as empresas apresentam informações mais relevantes, ou seja, mais próximas da sua realidade econômica, o que reduz a assimetria de informação. Nesse sentido, os resultados apontaram que as matrizes institucionais, que marcam a heterogeneidade das economias, aliada à governança corporativa resultam em efeitos diferenciados na relevância das informações contábeis. Assim, conforme as matrizes institucionais se diferenciam nas economias, as práticas de governança corporativa são diferenciadas e os investidores percebem maior ou menor relevância nas informações contábeis, podendo utilizar ou não tais informações como elementos centrais em sua tomada de decisão.

Os achados fornecem sustentação para que a relevância da informação contábil, seja avaliada em conjunto com o contexto institucional de cada país assim como os mecanismos de governança corporativa. Nessa linha, o mercado, ao avaliar as informações divulgadas pelas empresas, é fundamental avaliar o ambiente em que essas informações são geradas, pois as mesmas possuem maior ou menor relevância ao depender do contexto institucional.

2 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

O conceito de matrizes institucionais é encontrado no trabalho de North (1990) ao discorrer sobre o conjunto de instituições presentes nas sociedades. As matrizes institucionais são o conjunto de instituições, e estas, por sua vez, são as regras e os conjuntos de regras presentes nas sociedades (North, 1990). As leis, regulamentos, corrupção, reponsabilidade, processos formais e normas são algumas características das matrizes institucionais (Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012).

A governança corporativa fornece mecanismos para monitorar a gestão e o desempenho das organizações, por meio de mecanismos de monitoramento dos gestores e tornando-se relevante para a redução da assimetria de informação (Nascimento & Reginato, 2008). Assim, o objetivo geral dos mecanismos de GC é reduzir os problemas de agência, alinhar os interesses dos gestores e acionistas, para assim, melhorar o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Nessa linha, estudos apontam que existe relação entre os elementos das matrizes institucionais com a governança corporativa (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004; Khadaroo & Shaikh, 2007; Li & Harrison, 2008; Zattoni & Cuomo, 2008; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012; Reddy & Sharma, 2014; Volonté, 2015; Humphries & Whelan, 2017).

Essa relação ocorre, pois, as organizações estão presentes em um ambiente com diversas matrizes institucionais. Essas matrizes, por sua vez, influenciam as organizações visto que elas buscam adotar práticas legítimas. Dessas práticas, a Governança Corporativa é uma delas, ou seja, as matrizes institucionais moldam as estruturas de GC adotada pelas empresas (Silveira, 2005; Terra & Lima, 2006). Dessa forma, apresenta-se a primeira hipótese desse trabalho:

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

Hendriksen e Breda (1999) apontam que existem muitas definições sobre relevância da informação contábil, no entanto, o IFRS assume a relevância como a capacidade que a informação possui em fazer a diferença em uma decisão. Nessa perspectiva, a relevância da informação ocorre com a relação entre a informação contábil e os preços negociados no mercado de ações, que é passível de investigação por meio de modelos estatísticos e econométricos (Lopes & Martins, 2007; Barth, Beaver & Landsman, 2001; Beisland, 2009). Ou seja, relevante é aquela informação mensurada com confiabilidade que é refletida nos preços das ações e resulta da avaliação da empresa por parte dos investidores (Barth, Beaver & Landsman, 2001).

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

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

Nesse sentido, a confirmação da H1 e H2, apontam que as matrizes institucionais influenciem a relevância da informação contábil por meio da governança. Assim, como os mecanismos de governança corporativa são dinâmicos e diferem conforme o ambiente institucional, a relevância da informação contábil, por ser influenciada pela governança corporativa, é dinâmica na medida que o ambiente institucional se difere entre os países. Ou seja, a governança corporativa é o canal de influência da relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil. Nesse sentido formula-se a seguinte hipótese:

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

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a operacionalização da relevância da informação, adotou-se as variáveis utilizadas no modelo de Ohlson (1995). O modelo utilizado na presente pesquisa, segue a construção apresentada por Barth, Landsman e Lang (2008) que considera o Lucro por Ação (LPA) e Patrimônio Líquido por Ação (VPA) como

variáveis independentes. Para variável dependente, foi utilizado o preço da ação três meses após o encerramento do exercício fiscal (Habib & Azim, 2008; Mechelli & Cimini, 2018). Adicionalmente, foram utilizadas variáveis de controle Ativo Total e Receita Total (Habib & Azim, 2008). No nível institucional, adotou-se as variáveis do World Governance Index (WGI) para capturar os efeitos das matrizes institucionais. Esse índice foi desenvolvido por Kauffman, Kraay e Zoido (1999) e atualmente é baseado em 30 pesquisas individuais de diversas entidades ao redor do mundo. A partir das 30 pesquisas as variáveis são transformadas em seis constructos, sendo: Voz e Responsabilização (VA), Estabilidade Política (PS), Eficácia do Governo (GE), Qualidade Regulatória (RQ), Controle da Corrupção (CC) e Estado de Direito (RL). Adicionalmente, foi utilizado o Investimento Estrangeiro Direto (FDI), Produto Interno Bruto (PIB) e Risco País (CDS) (Batten & Vo, 2009; Robu, Carp, Istrate, Popescu & Robu, 2016; Paredes & Oliveira, 2017). A tabela 1 apresenta o resumo das variáveis que foram utilizadas no estudo.

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

Ativo Total	ATIVO	+/-	Habib & Azim, 2008	Thomson Reuters
Receita Total	RECEITA	+/-	Habib & Azim, 2008	Thomson Reuters
Investimento Estrangeiro Direto	FDI	+/-	Batten & Vo, 2009; Zheng, 2009	Unctad
Produto Interno Bruto	PIB	+/-	Paredes & Oliveira, 2017; Carvalho et al 2013	Unctad
Risco País	CDS	+/-	Robu et al., 2016; Zheng, 2009	Unctad

Figura 1 – Variáveis Utilizadas no Estudo

Fonte: Elaborada pelos autores.

A amostra é composta das empresas listadas nas bolsas dos vinte países com maior capitalização de mercado em 2018. A escolha dos países, ocorreu, pois, esses países tiveram, juntos, US\$ 63 trilhões de capitalização, o que representa 94,4% da capitalização mundial (Banco Mundial, 2019). A partir disso, foi verificado quantas empresas possuem a variável de governança disponível. Nesse estudo, foi utilizada a variável de governança do índice Environmental Social and Governance (ESG). A escolha dessa variável deu-se devido ao amplo alcance de empresas com a disponibilidade de tal informação. Apesar do ESG ser um índice, outros estudos já utilizaram as variáveis individuais e devido a sua cobertura mundial de países e empresas, optou-se pela sua utilização (Fauver & MacDonald, 2015; Homanem & Liang, 2018; Ahlko & Lind, 2019). Assim, a partir dos vinte países a amostra foi composta de 5.273 empresas com a variável de governança disponível. Foram removidas as empresas que não possuem dados disponíveis para no mínimo cinco anos (Fich & Shivdasani, 2006; Barth, Landsman & Lang, 2008). Adicionalmente, foram excluídas empresas sem informações sobre o ativo, receita e PL negativo. Dessa forma, a amostra final foi composta de 2.542 empresas. O período de análise foi de 2010 a 2018. Essa escolha ocorreu devido a limitação de observações disponíveis. Ou seja, ao coletar dados anteriores à 2010, poucas empresas possuem a informação de governança disponível, assim, para a estrutura do painel isso tornaria a amostra mais limitada (Khan, 2019).

Para análise dos dados, foi utilizado o modelo de regressão hierárquica linear com medidas repetidas (HLM3) por meio do Software Stata. A escolha deu-se devido à natureza dos dados (empresas de diferentes países analisadas ao longo de um período de tempo). Assim, no presente estudo o modelo adotado foi o de três níveis, sendo: nível 1 - tempo, nível 2 - Firma e nível 3 – País. Segundo Courgeau (2003) A abordagem multinível reconhece o agrupamento dos indivíduos de acordo com seus grupos e verifica a influência desses grupos sobre os indivíduos. Assim, a organização de dados de forma hierárquica também é identificada como estrutura de dados aninhados (Fávero & Belfiore, 2017) e segundo Fávero e Confortini (2010) os modelos multiníveis apresentam vantagem de levar em consideração a análise de dados hierarquicamente estruturados. Acerca da endogeneidade, os modelos hierárquicos lineares tendem a reduzi-la em função do processo de agrupamento e de contextualização das relações analisadas (Bernardo, Albanez & Securato, 2018).

3.1 Modelos Desenvolvidos

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

$$\begin{aligned} \text{Preço da Ação}_{ijk} &= \pi_{0jk} + e_{ijk} & (1) \\ \text{Em que:} & \\ \pi_{0jk} &= b_{00k} + r_{0jk} \\ b_{00k} &= \gamma_{000} + u_{00k} \end{aligned}$$

Substituindo os parâmetros, resulta em:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + u_{00k} + r_{0jk} + e_{ijk} \quad (1.1)$$

Em que: γ_{000} : parâmetro de efeito fixo no nível 3 (país); u_{00k} : termo de erro do nível 3 (país); r_{0jk} : termo de erro do nível 2 (empresa); e_{ijk} : termo de erro do nível 1 (tempo).

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

$$\text{Nível1: } p = \frac{\sigma^2}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}; \text{Nível2: } p = \frac{\tau_{r000}}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}; \text{Nível3: } p = \frac{\tau_{u000}}{\sigma^2 + \tau_{\pi} + \tau_b}$$

Em que: σ^2 : variância do termo de erro e_{ijk} nível 1 (tempo); τ_{r000} : variância do termo de erro r_{0jk} nível 2 (empresa); τ_{u000} : variância do termo de erro u_{00k} nível 3 (país).

Em seguida, testa-se a significância estatística das variâncias, se a variância do termo de erro/ erro-padrão $\geq 1,96$ (sendo 1,96 o valor crítico para nível de significância de 5%) conclui-se que a variância do termo de erro é estatisticamente significativa. Esse é o teste de adequabilidade do modelo hierárquico linear com medidas repetidas (HLM3) (Fávero & Belfiore, 2017). Ainda Fávero e Belfiore (2017, p. 872) apontam que “essa informação é bastante importante para embasar a escolha da modelagem hierárquica, em detrimento de uma modelagem tradicional de regressão por MQO e é a principal razão para que seja estimado sempre um modelo nulo na elaboração de análises multinível”. Adicionalmente, verifica-se o teste de razão de verossimilhança. A partir da validação do modelo nulo, parte-se para o modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios (no nível 1). Nesse modelo adiciona-se a variável ano para verificar se o tempo está relacionado com os preços das ações e se o preço das ações apresenta comportamento linear ao longo do tempo.

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \pi_{ojk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (2)$$

Em que:

$$\pi_{ojk} = b_{00k} + r_{ojk}$$

$$\pi_{1jk} = b_{10k}$$

$$b_{00k} = \gamma_{000} + u_{00k}$$

$$b_{10k} = \gamma_{100}$$

Que resulta em:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + r_{ojk} + e_{ijk} \quad (2.1)$$

A validação desse modelo segue o mesmo procedimento do modelo nulo. Neste momento da modelagem, as saídas fornecem evidência da existência de que o preço das ações segue uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de interceptos entre aquelas empresas que pertencem ao mesmo país e entre aquelas que pertencem a países distintos. Precisa-se assim, também verificar se existe variância significativa de inclinações do preço da ação ao longo do tempo entre as diferentes empresas (Fávero & Belfiore, 2017). Portanto, é inserido efeitos aleatórios de inclinação nos níveis 2 e 3 do modelo multinível que, com a manutenção dos efeitos aleatórios de intercepto, passa a ter a seguinte expressão:

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (3)$$

Em que:

$$\pi_{0jk} = b_{00k} + r_{ojk}$$

$$\pi_{1jk} = b_{10k} + r_{1jk}$$

$$b_{00k} = \gamma_{000} + u_{00k}$$

$$b_{10k} = \gamma_{100} + u_{10k}$$

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

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \text{ano}_{jk} + r_{ojk} + r_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (3.1)$$

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

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

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (4)$$

$$\pi_{0jk} = b_{00k} + b_{01k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{02k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{03k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{04k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{05k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{06k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + b_{07k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{0jk}$$

$$\pi_{1jk} = b_{10k} + b_{11k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{12k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{13k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{14k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{15k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{16k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + b_{17k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{1jk}$$

$$b_{00k} = \gamma_{000} + u_{00k}; b_{01k} = \gamma_{010}; b_{02k} = \gamma_{020}; b_{03k} = \gamma_{030}; b_{04k} = \gamma_{040}; b_{05k} = \gamma_{050}; b_{06k} = \gamma_{060}; b_{07k} = \gamma_{070}; b_{10k} = \gamma_{100} + u_{10k}; b_{11k} = \gamma_{110}; b_{12k} = \gamma_{120}; b_{13k} = \gamma_{130}; b_{14k} = \gamma_{140}; b_{15k} = \gamma_{150}; b_{16k} = \gamma_{160}; b_{17k} = \gamma_{170}$$

Que resulta na seguinte expressão:

$$\begin{aligned} \text{Preço da Ação}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{010} \cdot \text{LPA}_{jk} + \gamma_{020} \cdot \text{VPA}_{jk} + \gamma_{030} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + \gamma_{040} \cdot \text{VPAG}_{jk} + \\ & \gamma_{050} \cdot \text{LPAG}_{jk} + \gamma_{060} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + \gamma_{070} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + \gamma_{110} \cdot \text{LPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{120} \cdot \text{VPA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{130} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \\ & \gamma_{140} \cdot \text{VPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{150} \cdot \text{LPAG}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{160} \cdot \text{ATIVO}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + \gamma_{170} \cdot \text{RECEITA}_{jk} \cdot \text{ano}_{jk} + u_{00k} + u_{10k} \cdot \text{ano}_{jk} + \\ & r_{0jk} + r_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \end{aligned} \quad (4.1)$$

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

$$\text{Preço da Ação}_{ijk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk} \cdot \text{ano}_{jk} + e_{ijk} \quad (5)$$

$$\pi_{0jk} = b_{00k} + b_{01k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{02k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{03k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{04k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{05k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{06k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + b_{07k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{0jk}$$

$$\pi_{1jk} = b_{10k} + b_{11k} \cdot \text{LPA}_{jk} + b_{12k} \cdot \text{VPA}_{jk} + b_{13k} \cdot \text{GOV_CIA}_{jk} + b_{14k} \cdot \text{VPAG}_{jk} + b_{15k} \cdot \text{LPAG}_{jk} + b_{16k} \cdot \text{ATIVO}_{jk} + b_{17k} \cdot \text{RECEITA}_{jk} + r_{1jk}$$

$$b_{00k} = \gamma_{000} + \gamma_{001} \cdot \text{VC} + \gamma_{002} \cdot \text{PS} + \gamma_{003} \cdot \text{GE} + \gamma_{004} \cdot \text{RQ} + \gamma_{005} \cdot \text{CC} + \gamma_{006} \cdot \text{RL} + \gamma_{007} \cdot \text{FDI} + \gamma_{008} \cdot \text{PIB} + \gamma_{009} \cdot \text{CDS} + u_{00k}$$

$$b_{01k} = \gamma_{010}; b_{02k} = \gamma_{020}; b_{03k} = \gamma_{030}; b_{04k} = \gamma_{040}; b_{05k} = \gamma_{050}; b_{06k} = \gamma_{060}; b_{07k} = \gamma_{070}$$

$$b_{10k} = \gamma_{100} + \gamma_{101}VC + \gamma_{102}PS + \gamma_{103}GE + \gamma_{104}RQ + \gamma_{105}CC + \gamma_{106}RL + \gamma_{107}FDI + \gamma_{108}PIB + \gamma_{109}CDS + u_{10k}$$

$$b_{11k} = \gamma_{110}; b_{12k} = \gamma_{120}; b_{13k} = \gamma_{130}; b_{14k} = \gamma_{140}; b_{15k} = \gamma_{150}; b_{16k} = \gamma_{160}; b_{17k} = \gamma_{170}$$

Que resulta na seguinte expressão:

$$\begin{aligned} \text{Preço da Ação}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100}.ano_{jk} + \gamma_{010}.LPA_{jk} + \gamma_{020}.VPA_{jk} + \gamma_{030}.GOV_CIA_{jk} + \gamma_{040}.VPAG_{jk} + \\ & \gamma_{050}.LPAG_{jk} + \gamma_{060}.ATIVO_{jk} + \gamma_{070}.RECEITA_{jk} + \gamma_{001}VC_k + \gamma_{002}PS_k + \gamma_{003}GE_k + \gamma_{004}RQ_k + \gamma_{005}CC_k + \\ & \gamma_{006}RL_k + \gamma_{007}FDI_k + \gamma_{008}PIB_k + \gamma_{009}CDS_k + \gamma_{110}.LPA_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{120}.VPA_{jk}.ano_{jk} + \\ & \gamma_{130}.GOV_CIA_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{140}.VPAG_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{150}.LPAG_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{160}.ATIVO_{jk}.ano_{jk} + \\ & \gamma_{170}.RECEITA_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{101}VC_k.ano_{jk} + \gamma_{102}PS_k.ano_{jk} + \gamma_{103}GE_k.ano_{jk} + \gamma_{104}RQ_k.ano_{jk} + \gamma_{105}CC_k.ano_{jk} + \\ & \gamma_{106}RL_k.ano_{jk} + \gamma_{107}FDI_k.ano_{jk} + \gamma_{108}PIB_k.ano_{jk} + \gamma_{109}CDS_k.ano_{jk} + u_{00k} + u_{10k}.ano + r_{0jk} + r_{1jk}.ano + e_{ijk} \end{aligned} \quad (5.1)$$

Por meio do modelo 5.1 é possível verificar se as variáveis no nível da firma (nível 2) e no nível país (nível 3) explicam a variabilidade dos preços entre os países. Esse modelo é utilizado para testar a Hipótese 2 e Hipótese 3. Para a Hipótese 1 os procedimentos de testes serão os mesmos utilizados no modelo 5.1, porém, os modelos a serem testados são os modelos 6 ao 10.

$$\text{Governança Corporativa}_{ijk} = \gamma_{000} + u_{00k} + r_{0jk} + e_{ijk} \quad (6)$$

$$\text{Governança Corporativa}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100}.ano_{jk} + u_{00k} + r_{0jk} + e_{ijk} \quad (7)$$

$$\text{Governança Corporativa}_{ijk} = \gamma_{000} + \gamma_{100}.ano_{jk} + u_{00k} + u_{10k}.ano + r_{0jk} + r_{1jk}.ano + e_{ijk} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{Governança Corporativa}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100}.ano_{jk} + \gamma_{010}.ATIVO_{jk} + \gamma_{020}.RECEITA_{jk} + \gamma_{110}.ATIVO_{jk}.ano_{jk} + \\ & \gamma_{120}.RECEITA_{jk}.ano_{jk} + u_{00k} + u_{10k}.ano + r_{0jk} + r_{1jk}.ano + e_{ijk} \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{Governança Corporativa}_{ijk} = & \gamma_{000} + \gamma_{100}.ano_{jk} + \gamma_{010}.ATIVO_{jk} + \gamma_{020}.RECEITA_{jk} + \gamma_{001}VC_k + \gamma_{002}PS_k + \\ & \gamma_{003}GE_k + \gamma_{004}RQ_k + \gamma_{005}CC_k + \gamma_{006}RL_k + \gamma_{007}FDI_k + \gamma_{008}PIB_k + \gamma_{009}CDS_k + \gamma_{110}.ATIVO_{jk}.ano_{jk} + \\ & \gamma_{120}.RECEITA_{jk}.ano_{jk} + \gamma_{101}VC_k.ano_{jk} + \gamma_{102}PS_k.ano_{jk} + \gamma_{103}GE_k.ano_{jk} + \gamma_{104}RQ_k.ano_{jk} + \gamma_{105}CC_k.ano_{jk} + \\ & \gamma_{106}RL_k.ano_{jk} + \gamma_{107}FDI_k.ano_{jk} + \gamma_{108}PIB_k.ano_{jk} + \gamma_{109}CDS_k.ano_{jk} + u_{00k} + u_{10k}.ano + r_{0jk} + r_{1jk}.ano + e_{ijk} \end{aligned} \quad (10)$$

O modelo 16 visa verificar se as variáveis no nível país explicam a variabilidade da governança corporativa das empresas ao longo do tempo. A partir dos modelos que foram desenvolvidos e das hipóteses que foram enunciadas, o quadro apresenta os elementos operacionais que servirão de base para rejeitar ou não as hipóteses da presente pesquisa.

Hipótese	Procedimento de Verificação
----------	-----------------------------

H1	Significância estatística total ou parcial dos coeficientes $\gamma_{101}; \gamma_{102}; \gamma_{103}; \gamma_{104}; \gamma_{105}; \gamma_{106}$ do modelo 10.
H2	i)Significância estatística dos coeficientes $\gamma_{010}; \gamma_{020}; \gamma_{030}; \gamma_{040}; \gamma_{050}; \gamma_{110}; \gamma_{120}; \gamma_{130}; \gamma_{140}; \gamma_{150}$ do modelo 9.1; ii)Melhor adequação do modelo 4.1 em relação ao modelo 1.
H3	Significância estatística dos coeficientes $\gamma_{001}; \gamma_{002}; \gamma_{003}; \gamma_{004}; \gamma_{005}; \gamma_{006}; \gamma_{101}; \gamma_{102}; \gamma_{103}; \gamma_{104}; \gamma_{105}; \gamma_{106}$ ii)Melhor adequação do modelo 5.1 em relação ao modelo 1.

Figura 1 – Variáveis Utilizadas no Estudo

Fonte: Elaborada pelos autores.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Na tabela 1 é apresentada a estatística descritiva (média) das variáveis no nível da firma e no nível país. O país com a maior média do preço das ações é verificado na Suíça enquanto a menor média é na Indonésia, da mesma forma para a média do Lucro por Ação e do Valor Patrimonial por Ação. No nível de governança corporativa, o Estados Unidos apresenta maior média enquanto a África do Sul possui menor governança corporativa.

Tabela 1

Estatística Descritiva Média

	P	LPA	VPA	GOV_CIA	ATIVO	RECEIT	VC	OS	GE	RQ	CC	RL	FDI	PIB	CDS
1	5,7	0,3	3,5	46,0	20,2	18,8	94,6	80,8	93,5	97,6	94,5	94,9	10,7	27,7	39,8
2	9,9	0,2	8,9	43,8	22,5	21,6	62,4	39,5	47,8	51,4	50,5	51,4	11,0	28,4	201,1
3	21,3	0,8	13,5	48,3	21,6	20,2	95,3	88,7	95,7	95,7	95,5	95,6	10,6	28,1	6,3
4	3,3	0,3	1,2	44,9	23,0	22,3	5,9	29,6	62,5	45,2	42,8	41,0	11,7	29,8	86,0
5	59,8	2,8	36,1	50,1	23,5	22,9	88,7	58,4	89,0	84,2	89,2	89,4	10,0	28,6	66,2
6	55,4	3,1	32,8	49,7	23,1	22,5	94,3	71,8	93,3	93,9	94,0	92,2	10,2	28,9	32,5
7	3,5	0,4	3,5	44,1	22,8	21,5	63,8	80,3	96,5	99,2	93,0	92,6	11,5	26,4	47,9
8	11,1	0,5	3,0	45,0	22,3	21,6	60,6	13,4	54,3	39,6	41,8	53,9	10,5	28,3	183,2
9	0,8	0,5	0,3	40,4	21,6	21,3	50,8	26,1	49,8	45,5	34,4	37,3	9,5	27,5	164,6
10	23,9	1,1	18,2	49,7	22,8	22,5	80,8	83,4	92,6	85,1	91,1	88,9	7,0	29,3	60,1
11	65,5	4,2	58,2	42,9	23,0	22,5	70,0	56,9	83,2	80,6	70,0	82,4	9,2	27,9	71,8
12	1,9	0,9	0,8	42,7	21,9	21,1	34,8	50,5	79,1	72,1	62,0	67,3	9,0	26,4	108,1
13	17,7	1,7	8,6	46,8	23,3	22,7	20,6	19,3	44,9	37,4	16,0	24,7	10,2	28,2	212,4
14	16,3	1,1	7,0	49,6	23,8	22,7	5,9	30,5	58,2	55,0	59,7	59,3	9,1	27,2	100,3
15	3,8	0,3	2,6	48,4	22,4	21,3	44,0	95,2	99,9	99,2	97,4	94,3	10,9	26,4	45,5
16	7,6	0,5	3,6	41,0	21,1	20,4	68,0	41,4	65,9	63,0	58,4	58,1	8,3	26,6	192,4
17	18,8	0,8	12,4	46,7	22,8	21,9	82,3	48,4	81,8	80,0	76,1	82,6	10,1	27,9	171,1
18	95,7	5,6	51,9	47,5	22,6	21,9	98,6	95,7	98,6	95,7	96,9	96,8	9,0	27,2	2,0
19	1,7	0,1	0,7	42,6	22,3	21,9	27,9	14,0	64,0	59,2	43,2	51,1	8,7	26,7	99,9
20	49,4	2,3	22,1	53,6	22,6	21,9	84,3	63,4	91,1	89,9	88,1	91,1	12,4	30,5	29,1
Tot.	29,7	1,5	16,7	48,5	22,3	21,5	76,2	65,4	85,8	83,0	81,6	83,2	10,4	28,8	62,4

Legenda: 1-Australia, 2-Brasil, 3-Canada, 4-China, 5-França, 6-Alemanha, 7-Hong Kong, 8-India, 9-Indonésia, 10-Japão, 11-Korea, 12-Malaysia, 13-Rússia, 14-Arábia Saudita, 15-Singapura, 16-Africa do Sul, 17-Espanha, 18-Suíça, 19-Tailândia, 20-EUA. P- Preço da Ação três meses após o ano fiscal, LPA-Lucro Por Ação, VPA-Valor Patrimonial Por Ação, GOV_CIA-Governança Corporativa, LPAG-Lucro por Ação Interagindo com a Governança Corporativa, VPAG-Valor Patrimonial Interagindo com a Governança Corporativa, RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total, VC-Voz e Responsabilização, OS-Estabilidade Política, GE-Eficácia do Governo, RQ-Qualidade Regulatória, CC-Controle da Corrupção, RL-Estado de Direito, PIB-Logaritmo do PIB, FDI-Logaritmo das Entradas do Fluxo de Investimento Estrangeiro Direto, CDS-Logaritmo do CDS.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A média geral das variáveis das matrizes institucionais é de 68,07 e somente quatro países apresentam todas as variáveis acima dessa média, sendo eles a

Austrália, Canadá, Alemanha, Japão e Suíça. De modo que o Canadá, Alemanha e Japão também apresentam governança corporativa acima da média dos demais países. Do outro lado, o Brasil, China, Índia, Indonésia, Rússia, Arábia Saudita e Tailândia apresentam os índices das matrizes institucionais abaixo da média geral. Desses países, com exceção da Arábia Saudita, todos apresentam governança corporativa abaixo da média dos demais países.

Uma primeira análise dos dados foi realizada por meio de ajuste linear de MQO. As estimações apontaram diferenças nos interceptos e inclinações distintas ao longo do tempo, tanto para a governança corporativa quanto para o preço da ação. Isso representa indícios de diferenças entre os países e, caso fossem estimados modelos que não considerassem o agrupamento desses dados, poderiam haver conclusões não tão corretas da realidade estudada (Courgeau, 2003). Caracterizando o aninhamento temporal das empresas pertencentes a diferentes países nos dados com medidas repetidas estima-se o modelo nulo (modelo não condicional) que permite verificar se há variabilidade no preço das ações e na governança corporativa entre empresas provenientes de um mesmo país e entre aquelas provenientes de países distintos. Nenhuma variável é inserida nesse modelo, pois o mesmo considera apenas a existência de um intercepto e dos termos de erro com variâncias respectivas iguais.

4.3 Modelos para Estimação Hipótese H1

A tabela 3 apresenta a saída para os modelos que têm como variável dependente a governança corporativa.

Tabela 2
Resultados Modelos 6, 7 e 8

Modelo		1	2	3
a	Intercepto	46,37753 ***	34,49266 ***	33,57384 ***
	Ano γ_{100}		2,164275 ***	2,27217 ***
b	País	9,421076 ***	9,478822 ***	84,17444 ***
	Firma	300,822 ***	305,772 ***	464,4591 ***
	Tempo	259,3707 ***	216,8838 ***	152,3416 ***
c	Nível 3 (País) τ_{000}	0,0165	0,0178	0,1201
	Nível 2 (Firmas) τ_{000}	0,5281	0,5746	0,6626
	Nível 1 (Tempo) σ^2	0,4553	0,4076	0,2173
d	Teste de Verossimilhança			
	Regressão linear - Teste Qui2	13417,25 ***	15737,14 ***	19203,38 ***

Legenda: a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. Variável Explicada: GOV_CIA-Governança Corporativa. Modelo 1: Modelo Nulo; Modelo 2: Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios; Modelo 3: Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias. *** Sig a 1%.

Fonte. Elaborada pelos autores.

Os valores encontrados para o modelo nulo, permitem verificar que existe variabilidade na governança corporativa entre empresas provenientes de um

mesmo país e entre aquelas provenientes de países distintos. Por meio do coeficiente de correlação intraclasse (que representa a decomposição da variância entre os três níveis) é possível verificar que a maior variabilidade (53%) ocorre no nível da firma, ou seja, entre empresas de um mesmo país. Os 45% correspondem à variabilidade entre os preços das empresas de países distintos e, não menos importante, porém, significativo, é o percentual de explicação no nível país de 2%. O modelo 2 considera a adição da variável tempo e, considerando a significância dos coeficientes, isso indica que existe uma tendência linear ao longo do tempo, existindo variância significativa de interceptos entre as empresas que pertencem ao mesmo país e aquelas que pertencem a países distintos. O modelo 3 considera a presença de efeitos aleatórios de inclinação nos níveis 2 (firma) e 3 (país). A partir desse modelo, pode-se verificar que os efeitos aleatórios entre empresas e países compõem 78% da variância total dos resíduos. Assim, a partir das evidências acima, podemos partir para o modelo 4 e 5, em que são incluídas as variáveis de nível 2 e 3.

Tabela 3
Resultados modelos 9 e 10

Modelo		4	5
a	Intercepto	- 99,9403 ***	- 118,9536 **
	Ano γ_{100}	8,4476 ***	1,158,4580 ***
	Receita γ_{020}	1,6310 ***	1,6684 ***
	ReceitaA γ_{120}	0,0078	0,0065
	Ativo γ_{010}	4,3849 ***	4,3255 ***
	AtivoA γ_{110}	- 0,2835 ***	- 0,2818 ***
	VC γ_{001}		- 0,0570
	PS γ_{002}		0,4905
	GE γ_{003}		0,2996
	RQ γ_{004}		- 0,4868
	CC γ_{005}		0,8408
	RL γ_{006}		- 0,4116
	VCA γ_{101}		1,1049 ***
	PSA γ_{102}		- 0,4385 ***
	GEA γ_{103}		- 0,6541 ***
	RQA γ_{104}		0,3156 ***
	CCA γ_{105}		2,5236 ***
	RLA γ_{106}		- 2,1367 ***
	PIB γ_{008}		- 0,2287
	PIBa γ_{108}		- 48,0683 ***
FDI γ_{007}		0,9966	
FDIa γ_{107}		14,7164	
CDS γ_{009}		0,1309	
CDSa γ_{109}		0,6218 ***	
b	País	69,66419 ***	49,88114 **
	Firma	382,2778 ***	387,6885 ***
	Tempo	152,9089 ***	148,9297 ***
c	Nível 3 (País) T_{U000}	0,1152	0,0850
	Nível 2 (Firmas) T_{r000}	0,6320	0,6610
	Nível 1 (Tempo) σ^2	0,2528	0,2539
d	Teste de Verossimilhança		
	Regressão linear - Teste Qui2	17344,33 ***	16832,81 ***

Legenda: a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. Variáveis explicativas: RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total. Variável Explicada: GOV_CIA-Governança Corporativa. Modelo 4: Modelo 15 - Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2, Modelo 5: Modelo 16 - Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis e Nível 2 e Nível 3.***Sig a 1%, ** Sig a 5%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir dos modelos da tabela 4, pode-se verificar que o mesmo é estatisticamente significativo, devido ao teste de verossimilhança e as variâncias dos termos de erro serem maiores do que os erros-padrões. Adicionalmente é possível verificar a significância dos coeficientes de nível institucional. Isso evidencia que governança corporativa não é algo estático ao longo do tempo, mas sim um processo dinâmico em que as suas práticas são revisadas e aprimoradas ao longo das mudanças na realidade a partir das mudanças institucionais (North, 1990; Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004).

4.3 Modelos para Estimação das Hipóteses H2 e H3

Inicialmente foi realizada a estimação do modelo nulo para iniciar os testes de verificação do modelo multinível. A partir das variáveis previamente definidas e da metodologia descrita, as saídas para o modelo nulo são apresentadas na tabela 5.

Tabela 4
Resultados modelos 1.1, 2.1 e 3.1

Modelo		1	2	3
a	Intercepto γ_{000}	23,9066 ***	11,8989 **	17,2625 ***
	Ano γ_{100}		2,1871 ***	1,2640 ***
b	País	721,50 ***	722,79 ***	330,23 ***
	Firma	810,39 ***	818,23 ***	747,34 ***
	Tempo	386,00 ***	342,53 ***	129,29 ***
c	Nível 3 (País) τ_{000}	0,3762	0,3837	0,2736
	Nível 2 (Firmas) τ_{000}	0,4225	0,4344	0,6192
	Nível 1 (Tempo) σ^2	0,2013	0,1819	0,1071
d	Teste de Verossimilhança x Regressão linear - Teste Qui2	28951,62 ***	31085,66 ***	46738,35 ***

Legenda: a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse, d- Teste de Verificabilidade. Variável Explicada: Preço da Ação três meses após o ano fiscal. Modelo 1: Modelo 6.1 - Modelo Nulo; Modelo 2: Modelo 7.1 Modelo de Tendência Linear com Interceptos Aleatórios, Modelo 3: Modelo 8.1 - Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias. ***Sig a 1%, ** Sig a 5%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir do modelo 1 nulo, pode-se verificar que a maior variabilidade ocorre entre os preços das ações das empresas do mesmo país (nível firma) é de 42% enquanto que para empresas provenientes de países distintos a correlação é de 38%. Isso significa que os preços são mais correlacionados entre empresas que pertencem a uma mesma estrutura econômica e

institucional do que com outras estruturas. O modelo 2 aponta que a variabilidade nos preços das ações de empresas de um mesmo país é maior do que de países diferentes. Adicionalmente, existe uma relação linear ao longo do tempo. No modelo 3, segundo Fávero e Belfiore (2017) nesse modelo, a variável ano está presente no componente de efeitos fixos e nos componentes de efeitos aleatórios de nível 3 (multiplicando o termo de erro u_{10k}) e de nível 2 (multiplicando o termo de erro r_{1jk}). Dessa forma, para o modelo 3 os efeitos aleatórios de empresas e países compõem 89% da variância total dos resíduos. A partir dessas análises e desses resultados, o modelo de regressão multinível é adequado e pode-se avançar para os demais níveis para verificar se essas variações ao longo dos anos podem ser explicadas com as características do nível 2 (Firma) e do nível 3 (País). As saídas constam na tabela 5.

Tabela 5
Resultados modelos 4.1 e 5.1

Modelo		4	5
A	Intercepto γ_{000}	28,3371 ***	51,0742
	Ano γ_{100}	1,7720 ***	4,4056
	LPA γ_{010}	- 6,7362 ***	- 6,7805 ***
	LPAa γ_{110}	1,2273 ***	1,2225 ***
	VPA γ_{020}	1,4671 ***	1,4592 ***
	VPAa γ_{120}	- 0,0150 ***	- 0,0148 ***
	GOV_CIA γ_{030}	0,1496 ***	0,1483 ***
	GOV_CIAa γ_{130}	- 0,0078 **	- 0,0082 ***
	LPAG γ_{050}	0,9337 ***	0,9375 ***
	VPAG γ_{040}	- 0,0106 ***	- 0,0105 ***
	RECEITA γ_{070}	0,9868 ***	0,9888 ***
	RECEITAa γ_{170}	0,1709 ***	0,1704 ***
	ATIVO γ_{060}	- 2,2931 ***	- 2,2782 ***
	ATIVOa γ_{160}	- 0,2263 ***	- 0,2232 ***
	VC γ_{001}		0,9093
	PS γ_{002}		0,1504
	GE γ_{003}		- 0,3908
	RQ γ_{004}		- 0,0031
	CC γ_{005}		- 0,8993
	RL γ_{006}		0,1027
	VCa γ_{101}		0,0012
	PSa γ_{102}		0,2420 ***
	GEa γ_{103}		- 0,5681 ***
	RQa γ_{104}		0,2592 ***
	CCa γ_{105}		0,0058
	RLa γ_{106}		- 0,0762
	PIB γ_{008}		- 0,1989
	PIBa γ_{108}		0,6235
	FDI γ_{007}		0,1131
	FDIa γ_{107}		- 0,2276
CDS γ_{009}		- 0,0266	
CDSa γ_{109}		- 0,0139 ***	
b	País	21,59 ***	41,52 **
	Firma	379,23 ***	379,67 ***
	Tempo	129,44 ***	128,99 ***
c	Nível 3 (País) T_{u000}	0,0407	0,0755
	Nível 2 (Firmas) T_{r000}	0,7152	0,6901
	Nível 1 (Tempo) σ^2	0,2441	0,2344
d	Teste de Verossimilhança x Regressão linear - Teste Qui2	24138,62 ***	22208,01 ***

Legenda: a-coeficientes de efeitos fixos, b- Estimadores (Variância) dos Parâmetros de Efeitos Aleatórios, c- Coeficiente de Correlação Intraclasse (País: Proporção da variância atribuída a variação entre os países, Firma: Proporção da variância entre as firmas dentro do mesmo país, Tempo: Variação entre as observações das firmas dentro do tempo), d- Teste de Verificabilidade. Variáveis explicativas: LPA-Lucro Por Ação, VPA-Valor Patrimonial Por Ação, GOV_CIA-Governança Corporativa, LPAG-Lucro por Ação Interagindo com a Governança Corporativa, VPAG-Valor Patrimonial Interagindo com a Governança Corporativa, RECEITA-Logaritmo da Receita total, ATIVO-Logaritmo do Ativo total, VC-Voz e Responsabilização, OS-Estabilidade Política, GE-Eficácia do Governo, RQ-Qualidade Regulatória, CC-Control de Corrupção, RL-Estado de Direito, PIB-Logaritmo do PIB, FDI-Logaritmo das Entradas do Fluxo de Investimento Estrangeiro Direto, CDS-Logaritmo do CDS. Variável Explicada: Preço da Ação três meses após o ano fiscal. Modelo 4: Modelo 9.1 - Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as variáveis de Nível 2, Modelo 5: Modelo 10.1 - Modelo de Tendência Linear com Interceptos e Inclinações Aleatórias e as Variáveis e Nível 2 e Nível 3. .***Sig a 1%, ** Sig a 5%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A tabela 5 apresenta o resultado das regressões dos modelos 4.1 e 5.1. Esses modelos visam explicar a variação dos preços das ações no nível da firma, a partir de características do nível da firma e do nível país. Esses modelos são as especificações do nível 2 da modelagem multinível. Nesse nível, a modelagem utilizar-se-á para verificar se as variáveis no nível da firma e no nível país explicam a variabilidade dos preços.

As variáveis LPA e VPA que representam as principais variáveis contábeis são significativas para explicar as variações dos preços das ações, o que confirma a relevância das informações contábeis como sendo capazes de explicarem os preços das ações. Adicionalmente, pode-se verificar que para o coeficiente do LPA o mesmo apresenta inclinação positiva o que significa dizer que na medida que ocorre variações no LPA, essas variações apresentam alterações positivas no preço das ações. Quanto a governança corporativa no nível da firma, a mesma apresenta coeficientes estatisticamente significativos. Isso significa que as características da governança das firmas explicam a variabilidade dos preços das ações. Adicionalmente, essa variável quando interagindo com as informações contábeis, também é significativa. Nesse sentido, ao observar as informações contábeis, governança corporativa e variáveis sobre o tamanho, as mesmas são significativas para explicar a variabilidade dos preços das ações das empresas que pertencem a um mesmo país. Pode-se verificar que as variáveis no nível da firma permanecem com sua respectiva significância estatística. No nível país, as variáveis que possuem significância estatística são estabilidade política, eficiência do governo, qualidade regulatória e risco. Isso significa que o contexto institucional é relevante para a precificação dos ativos, reduzindo a assimetria de informação e garantindo mais confiança para os mercados. Adicionalmente, buscou-se analisar qual é o impacto da inclusão das variáveis na relevância da informação, por meio do coeficiente de correlação intraclasse, conforme encontrando em Santos (2013).

Tabela 6

Resultado comparativo da decomposição da variância (Coeficiente de Correlação Intraclasse)

Comparativo

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

Legenda: Cálculo dos modelos comparativos de variância total: $1 - (\text{variância total do modelo com variáveis} / \text{variância total do modelo nulo})$ semelhante a Santos (2013).

Fonte: Elaborada pelos autores.

A tabela 6, apresenta as proporções de variância. Quando evidenciado do País, representa a proporção da variância atribuída a variação entre os países e quando evidenciado da Firma, representa a proporção da variância entre as firmas dentro dos países. Assim, é possível verificar que com a inclusão das variáveis institucionais ocorre melhora na capacidade de explicação do modelo. Isso corrobora a ideia dessa pesquisa de que os elementos das matrizes institucionais aumentam a relevância das informações contábeis. A saber a estabilidade política, eficiência do governo, qualidade regulatória e risco.

5 DICUSSÕES DOS RESULTADOS

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

i) As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade da governança corporativa ao longo do tempo: Os testes iniciais de adequação dos modelos, puderam evidenciar que de fato, existe variabilidade na governança corporativa entre as empresas de países diferentes e também, entre empresas do mesmo país. Os resultados finais apontam que as variáveis no nível da firma e no nível institucional são relevantes para explicar a variabilidade da governança corporativa ao longo do tempo. Essa variabilidade, é resultado das dinâmicas corporativas que com o passar do tempo vão sofrendo alterações. Ou seja, a governança corporativa não é algo estático, mas sim um processo dinâmico em que as suas práticas são revisadas e aprimoradas conforme novas realidades vão surgindo (Aguilhera & Cuervo-Cazurra, 2004).

As práticas que são adotadas nos países devem estar em linha com as normas legais e com os objetivos socioeconômicos e, na medida em que ocorrem as modificações no ambiente as normas organizacionais seguem essas modificações (Khadaroo & Shaikh, 2007). É um processo de interação entre as matrizes institucionais e as organizações (North, 1993). Essa relação está em linha com os estudos de Khadaroo e Shaikh (2007), Li e Harrison (2008) Zattoni e Cuomo (2008) Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012) e Humphries e Whelan (2017) que

apontam que as variações da governança corporativa no nível da firma são explicadas pelas variações das matrizes intencionais, como resultado da existência de interação entre as instituições e as práticas organizacionais. As variáveis Voz e Responsabilização, Qualidade Regulatória e Controle da Corrupção apresentaram coeficientes estatisticamente significativos e com os coeficientes em linha com o que era esperado. Ou seja, os países que apresentam maior qualidade regulatória, maior participação da população na seleção do governo e controle da corrupção as empresas apresentam níveis mais elevados de governança corporativa. Acerca da participação da população na seleção do governo, liberdade de expressão e de mídia, essa variável apresentou uma relação positiva com a governança corporativa. Essa relação está alinhada com o estudo de Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012). Segundo esses autores, essa relação ocorre, pois, países com maiores participações da população apresentam uma maior cultura econômica e essa cultura econômica está relacionada à melhor governança corporativa nas empresas. Quanto a variável de controle da corrupção os resultados estão em linha com o estudo de Daniel, Cieslewicz e Pourjalali (2012). Segundo os autores, essa relação positiva significa que em ambientes institucionais na qual a corrupção tende a não ser tolerada, aumenta a pressão sobre as práticas de governança corporativa para promover responsabilidade e transparência. Sobre a variável de qualidade regulatória, essa variável representa a percepção da capacidade do governo em implementar políticas e regulamentações para promover o desenvolvimento. Ou seja, na medida em que é conferido legitimidade ao governo para as implantações de regulamentações as organizações tornam-se canal para executar tais políticas (Khadaroo & Shaikh, 2007; Daniel, Cieslewicz & Pourjalali, 2012).

Em linha com o que os dados apresentam, e com os resultados das regressões, não é possível rejeitar a H1. O que significa que os elementos das matrizes institucionais explicam a variabilidade a governança corporativa ao longo do tempo. Assim, na medida que os países apresentam instituições com níveis mais elevado, em termos de garantia contratual e cumprimento dos contratos, as empresas apresentam melhores estruturas de governança. Entende-se essa relação, como incentivos que as empresas recebem do contexto para otimizar as gestões internas, garantira melhor eficiência, qualidade e transparência. Ou seja, mecanismos internos e externos para assegurar que as decisões sejam tomadas no melhor interesse dos stakeholders (Silvera, 2006; Carvalho, 2007).

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

possível verificar as mudanças institucionais. Assim, ao encontrar relação significativa com coeficientes negativos, indicam países com particularidades que podem estar influenciado na análise agregada. Tais países apresentam suas particularidades, conforme aponta Vora-Sittha (2012) a Tailândia mesmo com níveis institucionais baixos apresenta históricos de crescimento econômico. Além desse, outros elementos institucionais podem estar relacionados aos países pesquisados. No entanto, não foi o foco deste trabalho verificar quais são esses itens, mas sim, verificar se existem elementos institucionais que explicam a variabilidade da governança corporativa ao longo dos anos. No entanto, em países com maior insegurança jurídica e instabilidade política, as empresas também apresentam qualidade em sua estrutura de governança. Isso representa indícios de que as organizações geram valor, mesmo com estruturas institucionais mais fragilizadas.

iii)A governança corporativa no nível da firma aumenta a relevância das informações contábeis: A partir dos resultados encontrados, pode-se verificar que a governança corporativa aumenta a relevância das informações contábeis, em linha o apontamento de Fiador (2013) que aponta ser uma das funções mais importante da GC garantir a qualidade das informações contábeis. Ou seja, os usuários das informações contábeis reconhecem maior valor aos números contábeis divulgados por empresas com melhores estruturas de governança corporativa, de modo que sua divulgação reduz a assimetria de informação e favorece a previsão dos analistas (Berthelot & Morris, 2008; Dalmácio, Lopes, Rezende & Neto, 2013). Essa maior avaliação por parte dos usuários das informações, para Habib e Azim (2008) é verificada na medida que a governança corporativa auxilia na restrição de práticas oportunistas de gerenciamento de resultados. Adicionalmente, as estruturas de governança corporativa acarretam em melhores decisões e controle da gestão, garantindo maior valor aos investidores e melhor confiança do mercado (Silveira, 2010). Ademais, esses resultados estão em linha com os estudos de Jamaluddin, Mastuki e Ahmad (2009), Lopes (2009), Fiador (2013), Malik e Shah (2013) e Balagobei (2018).

iv)Ao longo do tempo, houve queda da relevância do Lucro Líquido por Ação: Os resultados do modelo de relevância da informação, a variável Lucro Por Ação apresentou coeficientes significativos com sinal negativo. Em estudo recente, Barth, Li e McLure (2019) estudaram a evolução da relevância das informações contábeis de 1962 a 2014. No estudo, um dos achados aponta para uma diminuição na relevância do lucro líquido. Isso não significa que essa variável perdeu a significância, mas que com o passar dos anos, outras variáveis contábeis passaram a ser utilizadas para fonte para tomada de decisão. De modo que o Lucro Por Ação diminui a relevância. Essa relação foi também encontrada por Peixoto (2018) ao estudar a relevância das previsões dos analistas em países emergentes. Essa relação foi encontrada no presente estudo, o que indica que mesmo que o lucro por ação seja uma das variáveis contábeis mais importantes (Lopes, 2009) ela disputa capacidade informacional com outras variáveis. Adicionalmente, a depender do setor que a empresa atua outras variáveis podem ser mais relevantes (Barth, Li & McLure, 2019).

v)As matrizes institucionais são relevantes para explicar a variabilidade dos preços das ações: Os resultados encontrados, suportam a hipótese de que o ambiente institucional influencia a relevância das informações contábeis. Essa

influência ocorre por meio da governança corporativa. Ou seja, existe uma interação entre as instituições e as estruturas organizacionais (North, 1990; Menard & Shirley, 2005) que é o canal pelo qual a relevância das informações é alcançada e o valor econômico é gerado (Reddy & Sharma, 2012). Os resultados estão em linha com Peixoto (2018) ao evidenciar que as características do ambiente que a empresa está inserida é percebida pelos agentes do mercado, de modo que podem contribuir ou diminuir a incerteza no processo de formação de suas previsões. Resultados também corroboram Batistella, Dal Magro, Mazzioni e Paulo (2021) ao verificarem que elementos culturais influenciam a relevância da informação contábil. Na medida em que as sociedades apresentam melhores níveis institucionais, com maior garantia dos direitos de propriedades e cumprimento dos contratos, existem menores custos de transação, e em linha com Silveira (2004) essas estruturas moldam os modelos de governança corporativa adotado pelas empresas. Ou seja, conforme as matrizes institucionais se diferenciam nas economias, as práticas de governança são diferenciadas e essas práticas são avaliadas pelo mercado que acaba sendo refletida nos preços das ações. Ou seja, pode-se dizer que quando o mercado está precificando determinado ativo, ele está, ao mesmo tempo, precificando as instituições que cercam aquela empresa.

6 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E ESTUDOS FUTUROS

Esse estudo teve como objetivo verificar a relevância das matrizes institucionais e das informações contábeis nas 20 economias que tiveram maior capitalização de mercado em 2018. Para isso foi verificado i) a relação entre as matrizes institucionais e a governança corporativa, ii) mensurar a relação entre a governança corporativa e a relevância da informação contábil e iii) identificar a relação entre as matrizes institucionais e relevância da informação contábil. Para isso, foi utilizado modelo de regressão multinível com medidas repetidas. Foram estimados modelos distintos para suportar as hipóteses do estudo. A amostra foi composta de 2542 empresas listadas nos 20 países com maior capitalização de mercado. O período de análise compreendeu desde 2010 a 2018, o que resultou em 20.002 observações.

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

No que tange a relação entre a governança corporativa e a relevância das informações contábeis, a mesma se mostrou significativa. Isso corrobora um dos objetivos da governança corporativa que é fornecer informações relevantes para a tomada de decisão dos usuários externos, o que confirma a H2. A isso, é

possível inferir que a presença de boas estruturas de governança reduz o oportunismo dos gestores, diminui práticas de gerenciamento e reduz as assimetrias de informação. De modo que, as informações possuem mais fidedignidade e estão mais próximas da realidade econômica da empresa, garantido melhores previsões por parte dos analistas. Em se tratando da relação entre as matrizes institucionais e a relevância da informação contábil, a comparação do modelo com as variáveis institucionais apresentam melhores estimativas e estimativas significativas. Assim, não foi possível rejeitar a H3. Sendo assim, pode-se concluir que o ambiente institucional aumenta a relevância das informações contábeis. Na medida que as informações contábeis reduzem as incertezas, as mesmas transmitem sinais ao mercado de modo que essa transmissão passa a ser mais forte em países com melhores níveis institucionais.

Por fim, esses resultados não devem ser generalizados, pois os achados são limitados para os países com maiores capitalização de mercado e para as empresas que estava com a variável de governança disponível no período de coleta dos dados. Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se adicionar outras variáveis em nível institucional e macroeconômicas. Sugere-se também estudar outros países para além dos que possuem grandes capitalização de mercado.

REFERÊNCIAS

- Aguilhera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger?. *Organization studies*, 25(3), 415-443
- Aguilhera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556.
- Ahiklo, Y., & Lind, C. (2019). E, S or G? A study of ESG score and financial performance.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Balagobei, S. (2018). Corporate Governance And Value-Relevance Of Accounting Information Of Listed Hotels And Travels In Sri Lanka. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 13(2), 113-126
- Banco Mundial. Market capitalization of listed domestic companies. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> Acesso: 10 nov 2019
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2019). Evolution in value relevance of accounting information. Working Paper

- Barth, M.E., Beaver, W.H. and Landsman, W.R. (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 77-104."
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of accounting research*, 46(3), 467-498.
- Batten, J. A., & Vo, X. V. (2009). An analysis of the relationship between foreign direct investment and economic growth. *Applied Economics*, 41(13), 1621-1641.
- Batistella, A. J., Dal Magro, C. B., Mazzioni, S., & Paulo, E. (2021). Relevância da informação contábil e cultura nacional. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e169533-e169533.
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1).
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York, 2(3), 45-53.
- Berthelot, S., & Morris, T. (2008). Value-Relevance of the Outside Corporate Governance Information: a Canadian Study.
- Courgeau, D. (Ed.). (2003). *Methodology and epistemology of multilevel analysis: approaches from different social sciences (Vol. 2)*. Springer Science & Business Media.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Dal Maso, L., Liberatore, G., & Mazzi, F. (2017). Value relevance of stakeholder engagement: The influence of national culture. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 44-56.
- Daniel, S. J., Cieslewicz, J. K., & Pourjalali, H. (2012). The impact of national economic culture and country-level institutional environment on corporate governance practices. *Management International Review*, 52(3), 365-394.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 1-23.
- Fávero, L. P. L., & Confortini, D. (2010). Modelos multinível de coeficientes aleatórios e os efeitos firma, setor e tempo no mercado acionário Brasileiro. *Pesquisa Operacional*, 30(3), 703-727.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Filártiga, G. B. (2007). Custos de transação, instituições e a cultura da informalidade no Brasil.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2012). Are busy boards effective monitors?. In *Corporate Governance* (pp. 221-258). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Gala, P. (2003). A teoria institucional de Douglass North. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23(2).
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Hendriksen, E. S.; Breda M. F. V. (1999). *Teoria da contabilidade*. 5. ed. São Paulo: Atlas
- Homanen, M., & Liang, H. (2018). Universal corporate governance. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper*, (585).
- Humphries, S. A., & Whelan, C. (2017). National culture and corporate governance codes. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(1), 152-163.
- Jamaluddin, A., Mastuki, N. A., & Elmiza Ahmad, A. (2009). Corporate governance reform and the value relevance of equity Book value and earnings in Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7(2), 41-59.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246.

- Khan, M. (2019). Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 103-123.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Zoido, P. (1999). Governance matters. World Bank policy research working paper, (2196).
- Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2018). Corporate governance, earnings management and the value-relevance of accounting information: Evidence from Pakistan. *International Journal of Financial Engineering*, 5(03), 1850025.
- Khadaroo, I., Shaikh, M. (2007). Corporate governance reforms in Malaysia: insights from institutional theory. *Sustainable Development*, 3(1), 37-49.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Li, J., & Harrison, J. R. (2008). Corporate governance and national culture: a multi-country study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(5).
- Lopes, A. B. (2002). *Informação contábil e o mercado de capitais*. Cengage Learning Editores.
- Lopes, A. B. (2009). *The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil* (Doctoral dissertation, The University of Manchester).
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2007). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Malik, M. F., & Shah, S. M. A. (2013). Value relevance of firm specific corporate governance and macroeconomic variables: evidence from Karachi stock exchange. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 7(2), 276-297.
- Mechelli, A., & Cimini, R. (2019). Corporate governance, legal systems and value relevance of fair value estimates. Empirical evidence from the EU banking sector. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 48(2), 203-223.
- Melo, T., & Fucidji, J. R. (2016). Racionalidade limitada e a tomada de decisão em sistemas complexos. *Brazilian Journal of Political Economy*, 36(3), 622-645.
- Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- North, D. C., & Institutions, I. C. (1990). *Economic performance*. New York.

- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The relative value relevance of shareholder versus stakeholder corporate governance disclosure policy reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84-105.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Paredes, B. J. B., & de Oliveira, M. R. G. (2017). O Impacto dos Fatores Macroeconômicos e de Risco Sobre a Mensuração do Valor das Empresas. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 43-64.
- Peixoto, E. P. D. A. (2018). Relevância das previsões dos analistas nos diferentes ambientes informacionais dos países emergentes.
- Pratiwi, A. D., Sutrisno, S., & Rahman, A. F. (2019). Role of Corporate Governance in Increasing the Value Relevance of Earning and Fair Value Measurement of Non-Financial Asset in Indonesia Company. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 6(1), 91-100.
- Reddy, K., & Sharma, U. (2014). Institutional antecedents of principle-based corporate governance practices: A case study of publicly listed companies in Fiji. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 10(1), 49-82.
- Robu, I. B., Carp, M., Istrate, C., Popescu, C., & Robu, M. A. (2016). The value relevance of financial information under the influence of country risks. The case of the Indian listed companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(2), 77-93.
- Sampieri, R. H.; Collado, C. F.; Lucio, P. B. (2010) *Metodologia da pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.
- Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Silveira, A. D. M. da. (2005). *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul.
- Terra, P. R. S., & De Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 17(42), 35-49.
- Tshipa, J., Brummer, L., Wolmarans, H., & Du Toit, E. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Volonté, C. (2015). Culture and corporate governance: the influence of language and religion in Switzerland. *Management International Review*, 55(1), 77-118.

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate governance: an international review*.

Planilha de Contribuição dos Autores			
Contribuição	Ronaldo Rodrigues	Claudio Marcelo	Ademir Clemente
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X		X
2. Definição do problema de pesquisa	X	X	X
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X		
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	X	X
5. Coleta de dados	X	X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X	
7. Conclusões da pesquisa	X	X	X
8. Revisão crítica do manuscrito	X	X	X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X		
10. Orientação		X	X