



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

***O impacto do governo das sociedades no valor do
excesso de tesouraria: análise empírica aplicada às
empresas europeias***

João Pedro Arqueiro Aguiar

Leiria, março de 2016



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

***O impacto do governo das sociedades no valor do
excesso de tesouraria: análise empírica aplicada às
empresas europeias***

João Pedro Arqueiro Aguiar

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas, Professor(a) da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, março de 2016

*“Se encontrares um caminho sem obstáculos,
Ele provavelmente não leva a lugar nenhum.”*

Frank A. Clark

Agradecimentos

Uma dissertação representa um processo muitas vezes solitário, que termina mais uma etapa acadêmica. Para a concretização desta contribuição, direta ou indiretamente, houve muitas pessoas que ajudaram o investigador a chegar ao final desejado, por isso, neste espaço agradeço a todos os que contribuíram para o meu sucesso.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer às minhas orientadoras a Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, na qualidade de orientadora, e a Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas, na qualidade de co-orientadora, por todos os incentivos, ideias e apoios prestados e pela disponibilidade manifestada durante esta árdua tarefa.

Agradeço também a todos os professores do Mestrado de Finanças Empresariais pelos conhecimentos transmitidos que permitiram o reforço de bases necessárias para o desenvolvimento da dissertação. Agradeço ainda aos meus colegas de curso Tiago Reis e Carolina Pereira pela ajuda prestada e incentivos para o término desta etapa.

Agradeço ainda aos meus pais e irmão toda a paciência e incentivos, sem os quais não teria sido possível terminar este árduo trabalho.

Resumo

Neste estudo, vamos analisar o impacto do excesso de tesouraria no valor da empresa e a influência que tem o governo das sociedades neste processo. Para o efeito, foi usada uma amostra de 165 empresas pertencentes aos principais índices europeus.

Foi utilizada uma metodologia em 2 estágios. No primeiro estágio, a partir de uma amostra de 293 empresas, analisou-se as que detinham excesso de tesouraria positivo. No segundo estágio, com recurso ao índice ISQ, analisou-se o impacto do governo das sociedades no valor das empresas e no valor do excesso de tesouraria.

Contrariamente às evidências noutros contextos geográficos, não se encontrou evidência estatística significativa de o governo das sociedades afete o valor inerente ao excesso de tesouraria.

Palavras-chave: excesso de tesouraria, governo das sociedades, valor da empresa

Abstract

In this study we will analyze the impact of excess cash in the company's value and the influence that corporate governance in this process. For this purpose we used a sample of 165 companies belonging to the main European indices.

We used a methodology with two stages. In the first stage, from a sample of 293 companies we analyzed those who hold positive excess cash. In the second stage, using the ISQ index, we analyzed the impact of corporate governance on the value of companies and on the value of excess cash.

Contrary to evidence in other geographical contexts, there was no statistically significant evidence that the corporate governance affect the inherent value of excess cash.

Keywords: excess cash, corporate governance, firm value

Lista de figuras

Figura 1: Constituição da amostra	25
---	----

Lista de tabelas

Tabela 1: Concentração de <i>blockholders</i> e avaliação da empresa.....	11
Tabela 2: Tamanho do conselho de administração e valor da empresa.....	12
Tabela 3: Impacto do sistema legal nas empresas	13
Tabela 4: Resumo de autores e índices utilizados na terceira geração	17
Tabela 5: Tabela resumo dos principais usos do excesso de tesouraria	22
Tabela 6: O impacto do governo das sociedades no valor da empresa inerente ao excesso de tesouraria.....	23
Tabela 7: Distribuição da amostra por países	26
Tabela 8: Distribuição da amostra por sector empresarial	26
Tabela 9: Fontes dos dados usados.....	27
Tabela 10: Descrição das variáveis utilizadas	28
Tabela 11: Componentes do índice ISQ (<i>Institutional Shareholder Quickscore</i>).....	30
Tabela 12: Estudos que usam o CAPEX	34
Tabela 13: Estatística descritiva do índice de governo das sociedades.....	37
Tabela 14: Estatística descritiva das variáveis usadas para obter as empresas com excesso de tesouraria.....	37
Tabela 15: Estatística descritiva das variáveis usadas na equação principal.....	38
Tabela 16: Tabela com os dados de correlação e multicolinearidade entre as variáveis.....	42
Tabela 17: Tabela com os dados obtidos na regressão (2)	43
Tabela 18: Estatística descritiva das variáveis de excesso de tesouraria.....	44
Tabela 19: O impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria.....	45
Tabela 20: Resumo dos resultados encontrados das variáveis principais em estudos sobre o mesmo tema	47

Lista de siglas

NPV- *Net Present Value*

CLSA - *Credit Lyonnais Securities Asia*

S&P - *Sandard & poor's*

IRRC – *Investor Responsibility Research Center*

ICB - *Industry Classification Benchmark*

ISQ – *Institucional Shareholder Quickscore*

ESG – *Envorimental, Social and Governance*

CGQ – *Corporate Governance Quotient*

Índice

LISTA DE FIGURAS.....	XI
LISTA DE TABELAS.....	XIII
LISTA DE SIGLAS.....	XV
ÍNDICE.....	XVII
1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. Motivação.....	1
1.2. Objetivos.....	2
1.3. Esquema.....	2
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	5
2.1. Teoria da Agência.....	5
2.1.1. Modelo <i>Trade off</i>	7
2.1.2. Teoria do <i>Free cash flow</i>	7
2.2. Governo das Sociedades.....	8
2.2.1. Conceito.....	9
2.2.2. Evolução.....	9
2.2.2.1. Primeira Geração.....	10
2.2.2.2. Segunda Geração.....	12
2.2.2.3. Terceira Geração.....	14
2.3. Excesso de Tesouraria.....	19
2.3.1. O que representa.....	19
2.3.2. Benefícios do excesso de tesouraria.....	20
2.4. Conclusão.....	24

3.	METODOLOGIA	25
3.1.	Caracterização da amostra	25
3.2.	Recolha dos dados	27
3.3.	Métrica do governo das sociedades	30
3.4.	Hipótese.....	31
3.5.	Modelo.....	32
3.5.1.	Regressão principal – 2º Estágio	32
3.5.2.	Escolha das empresas com excesso de tesouraria – 1º Estágio	35
3.6.	Conclusão.....	36
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	37
4.1.	Estatística Descritiva	37
4.2.	Correlação e multicolinearidade.....	40
4.3.	Mensuração do excesso de tesouraria – 1º Estágio	43
4.4.	O impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria – 2º Estágio	45
4.5.	Análise dos resultados	47
5.	CONCLUSÃO	49
6.	BIBLIOGRAFIA.....	51

1. Introdução

1.1. Motivação

O governo das sociedades tem ganhado relevância, devido à necessidade de avaliar a direção das empresas e de averiguar se possuem boas práticas. Assim têm surgido, ao longo dos anos, várias publicações dedicadas a definir com exatidão o que é o governo das sociedades (por exemplo em Cadbury, 1992; OCDE, 2004), sendo a definição mais completa atualmente a que indica que o governo das sociedades é a forma como as empresas são dirigidas e controladas e a sua relação com o meio envolvente. Outros estudos focam-se na influência do governo das sociedades nas diversas vertentes das empresas (por exemplo La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Jensen & Meckling, 1976), mostrando-nos que este é bastante importante, pois influencia o valor da empresa e seus resultados, sendo por isso muito apreciado por quem tem relações/interesses com as empresas.

Um dos principais fatores de influência no governo das sociedades são os problemas de agência que surgem devido a visões diferentes entre os acionistas e os gestores. (Jensen & Meckling, 1976). Uma forma de reduzir estes problemas é a regulamentação legal (Cremers & Nair, 2005) e a supervisão por parte dos acionistas (Kalcheva & Lins, 2007), que pode ser implementada através de medidas de controlo ao nível da empresa,

Deste modo, é importante saber como o governo das sociedades influencia o valor da empresa, especialmente em empresas que possuam excesso de tesouraria, pois estes valores não são necessários para a gestão corrente da empresa, sendo apenas usados caso surjam oportunidades no mercado (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007), sendo grande o seu impacto no aproveitamento de oportunidades de mercado (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999).

O excesso de tesouraria pode trazer mais-valias à empresa tais como facilidades de financiamento (Kuan, Li, & Liu, 2012), pode ainda permitir que a empresa se defenda

melhor de aquisições hostis e que esta esteja preparada para eventuais oportunidades que possam surgir (Faleye, 2004).

Geralmente, os acionistas acreditam que este excesso de tesouraria lhes vai trazer retornos (Pinkowitz & Williamson, 2002) já que existe assimetria de informação entre eles e os gestores (Myers & Majluf, 1984). No entanto, caso existam grandes problemas de agência, os acionistas valorizam mais os dividendos (Kalcheva & Lins, 2007) e também há a possibilidade de se investir em projetos com NPV negativa. (Schauten, Dijk, & Waal, 2013) Apesar de alguns riscos, as empresas tentam ter algum excesso de tesouraria para estarem prevenidas (Opler *et al.* 1999).

1.2. Objetivos

Nesta área, grande parte dos estudos analisa a tesouraria das empresas, mas poucos dão relevo ao estudo do excesso de tesouraria e estudam o seu impacto aprofundadamente. Visto este excesso não ser necessário para as atividades normais das empresas, é essencial estudá-lo mais para que se possa compreender as suas vantagens e influências.

Para este estudo, selecionaram-se 165 empresas que possuíam excesso de tesouraria, de 17 dos principais índices europeus. Na análise empírica, seguiu-se a metodologia com dois estágios proposta por Dittmar e Mahrt-Smith (2007). Para o efeito, utilizou-se o índice do *Institutional Shareholder Services* como medida do governo das sociedades, o valor de mercado da empresa como variável dependente e uma variável de interação entre o governo das sociedades e o excesso de tesouraria.

1.3. Esquema

Passamos agora a descrever a estrutura da tese. Na secção 2, iremos falar sobre os temas relacionados com o excesso de tesouraria nomeadamente a teoria da agência, o governo das sociedades e uma análise sobre o excesso de tesouraria. Na secção 3, procede-se à

caracterização da amostra utilizada, apresenta-se o modelo conceptual e as hipóteses de investigação. Na secção 4, apresentam-se os resultados obtidos e respetiva análise. Na secção 5, apresentam-se as principais conclusões do estudo.

2. Revisão de Literatura

2.1. Teoria da Agência

Na teoria de Berle e Means (1932) é-nos apresentada a teoria de que as empresas são detidas por muitos acionistas, mas que a sua gestão está entregue a gestores profissionais que não estão relacionados com os detentores de capital. Esta visão tem sido contrariada, pois em La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer (1999) é-nos apresentada outra realidade. Neste estudo, constata-se que as empresas afinal possuem um acionista maioritário que gere a empresa. Este fator pode ser problemático porque esta gestão pode sentir-se tentada a expropriar os acionistas minoritários, em momentos em que existam poucas oportunidades investimento, em que se recorra ao uso de estruturas piramidais nas empresas e em que os acionistas maioritários tenham participações em outros acionistas (Lemmon & Lins, 2001). Esta decisão pode trazer consequências à empresa como a desvalorização. (Mitton, 2002)

Jensen e Meckling, (1976) definem a relação de agência como um contrato entre duas ou mais partes, onde os acionistas incubem outro(s) agente(s) para gerirem as empresas em seu nome. Visto que quem gere e quem é o dono do capital nem sempre é a mesma pessoa/entidade, criam-se problemas pois existem diferentes visões e maneiras de ação. Assim, nem sempre o gestor gere de maneira a que os lucros do acionista sejam maximizados. Deste modo, os custos de agência são definidos como: os esforços dos acionistas de forma a minimizar os problemas que possam vir a ter devido ao problema de agência que no fundo são os custos em que incorrem os acionistas para monitorizar a gestão; os custos que os gestores incorrem para se supervisionar e garantirem aos investidores que possuem boas práticas e os custos residuais devido à existência de ideias diferentes e portanto de ações diferentes.

Outra forma de diminuir este problema é a combinação com regulação por parte do governo (Cremers & Nair, 2005) que permite rendimentos superiores aos planeados e ainda ajuda as empresas pouco alavancadas a conseguirem atrair investidores. A proteção legal é muito importante pois segundo Frésard e Salva (2010) as empresas que estão

cotadas nos Estados Unidos são avaliadas com valores superiores, especialmente se o país de origem tiver fraca proteção legal. As empresas que estão em países com pouca proteção dos investidores são tidas como empresas onde podem aparecer problemas de agência, devido aos gestores poderem não distribuir os resultados. A combinação da monitorização por parte dos acionistas com as medidas de proteção legal é uma forma dos acionistas valorizarem mais as reservas da empresa, já que podem sentir-se mais protegidos. (Kalcheva & Lins, 2007)

Existem três tipos de problemas que podem surgir na relação entre o gestor e os acionistas: diferentes horizontes, pois os acionistas pretendem rendimentos o mais depressa possível ao contrário dos gestores que querem ter valores em caixa; esforço do gestor, sendo que os acionistas querem que o gestor se esforce para que o valor da firma aumente, mas o gestor pode não ter vontade por falta de incentivos; e a exposição ao risco, pois parte do valor das empresas é atribuído devido ao capital humano que esta possui e a percepção da sua importância é diferente para os acionistas e para os gestores (Jensen & Smith, 1985)

Quando alguns gestores são pouco controlados externamente, eles tendem a reter capitais, porque a probabilidade de serem substituídos é baixa, usando o dinheiro em seu benefício para atingirem objetivos que lhes sejam favoráveis. Assim, em empresas onde existam elevados custos de agência, os acionistas majoritários tendem a ter uma ação mais direta e a serem mais interventivos (Kuan *et al.*, 2012)

Visto que os grandes acionistas têm a capacidade de influenciar o preço das ações, e conseqüentemente, o valor da empresa e o aparecimento de *takeovers*, estes devem ser recompensados pela gestão. Além disso, devido ao impacto destes acionistas, eles são impelidos a serem mais ativos e a monitorizar a gestão, criando-se problemas de agência. (Shleifer & Vishy, 1986). Este foi o caso da *Chrysler Corporation*, empresa que tradicionalmente detém um grande excesso de tesouraria e que teve um diferendo com um dos seus maiores acionistas da altura, Kirk Kerkorian, que levou ao aparecimento de uma proposta de aquisição, devido à existência e não utilização deste excesso.

Concluindo, a teoria da agência foca-se na relação entre os acionistas e os gestores, resultando no estudo dos problemas que surgem dessa relação.

2.1.1. Modelo *Trade off*

Segundo esta teoria, a empresa escolhe o tipo de capital que pretende usar, se opta por dívida externa ou por capitais próprios, estimando o nível de tesouraria ótimo através da medição dos custos e dos benefícios de manter o capital na empresa.

A empresa possuir valores em caixa, é muito útil, pois assim a empresa possui reservas de capital disponíveis, que permitem contornar o problema do acesso ao capital externo e evitar encargos (Kuan *et al.*, 2012). A existência de reservas de tesouraria também permite que a empresa consiga atingir o seu nível de investimentos desejado uma vez que não está dependente do seu acesso ao capital externo. No estudo de Ferreira e Vilela (2004), analisando uma amostra de 6387 empresas pertencentes à Eurozona no período de 1987 a 2000, encontra-se uma relação negativa entre os valores em caixa e o valor da dívida bancária. Neste estudo, é apontada, como principal causa de retenção de valores em caixa, a prevenção, assim as empresas ficam com valores em caixa para poderem investir caso apareçam boas oportunidades. Em Bates, Kahle e Stulz (2009), usando uma amostra de 13599 empresas dos Estados Unidos, para o período de 1980 a 2006, observou-se que as empresas estão a optar/preferir ter valores em caixa do que obter financiamento através da banca, devido à existência de dúvidas no mercado, ao risco e aos custos que podem aparecer subitamente.

2.1.2. Teoria do *Free cash flow*

Nesta teoria, olha-se para as empresas e avalia-se os valores que estão disponíveis na companhia para serem distribuídos pelos diversos detentores de títulos da firma.

Um dos principais problemas que causa o surgimento de custos de agência, segundo Jensen (1986), é o excesso de capitais que os gestores retêm que podem ser usados pelas empresas para projetos, mas que tradicionalmente deve ser pago aos acionistas. Os gestores têm de ter muito cuidado a gerir este excesso pois, apesar de poderem precisar dele para investimentos, a forma como é usado transmite aos *stakeholders* uma imagem da empresa,

o pode influenciar a capacidade de obter capital externo. Empresas que possuam elevadas quantias de caixa arriscam-se a transmitir aos investidores a ideia de que podem existir problemas de agência (Kalcheva & Lins, 2007). Uma forma de limitar a acumulação de capital é os investidores terem mais controlo sobre a empresa, impedindo que os gestores acumulem capital. Outra conclusão foi que os problemas de agência não são um factor determinante para as empresas reterem capitais (Ferreira & Vilela, 2004).

Também segundo Jensen (1986), os gestores tendem a usar este excesso de forma negativa, investindo em projetos de pouca rentabilidade e/ou que não se enquadram na empresa, sendo desta forma os recursos desperdiçados. Contudo, não se pode concluir que este mau uso dos recursos usados na diversificação se deva totalmente a problemas de agência (Denis, Denis, & Sarin, 1997). Outros gestores optam por preservar este excesso, para prevenir operações de aquisição de outras empresas, servindo como medida *anti-takeover*, não o usando para melhorar e evoluir a empresa (Bertrand & Mullainathan, 2003).

2.2. Governo das Sociedades

As empresas são uma parte fundamental da economia e desempenham cada vez mais um papel importante na sociedade. Assim, o governo das sociedades tem vindo a ser progressivamente mais estudado de forma a otimizar a gestão das empresas. Devido à possível desconfiança para com os relatórios financeiros e a capacidade dos auditores, Cadbury (1992) estudou o governo das sociedades, tendo-o definido apenas como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Posteriormente, a OCDE criou princípios de forma a ajudar a resolver problemas entre a propriedade e o controlo das empresas, juntado à definição de governo das sociedades a interação com outros sujeitos externos. Apesar de se considerar que não há um modelo ótimo do governo das sociedades (OCDE, 2004), muitos têm estudado os modelos, ao longo dos tempos, por causa da sua importância.

2.2.1. Conceito

Devido à importância do governo das sociedades e aos escândalos financeiros que têm surgido, várias entidades de diversos países desdobram-se em esforços para que estes acontecimentos não se repitam emitindo/publicando regras e códigos de boas maneiras a serem seguidos pelas empresas.

Um bom governo das sociedades influencia significativamente de forma positiva a valoração das empresas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Ammann, Oesch, & Schmid, 2011) e leva a melhores resultados, apesar de existirem, na mesma, custos de agência inerentes à forma corporativa (Jensen & Meckling, 1976). Um bom governo das sociedades é apreciado pelos investidores, pois está relacionado com um bom *stock return* (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003) e também permite aos acionistas uma diminuição dos custos de monitorização, controlo e auditoria do trabalho dos gestores (Shleifer & Vishny, 1997).

Nos primeiros estudos sobre o governo das sociedades, constatamos que as empresas funcionam como peões (Lorsch & MacIver, 1989), no entanto, elas têm vindo a mudar de forma a se tornarem mais soberanas. Um fator que pode ter contribuído para esta evolução pode ter sido a crise económica que possibilitou a descoberta dos escândalos financeiros nos Estados Unidos da América, a maior preocupação em legislar para que as empresas sejam mais transparentes e a tomada de medidas, por parte dos fundos de pensões, para o seus quadros diretivos (Lorsch, 2013). Em muitos casos só na presença de crises financeiras é que as empresas reparam que os seus mecanismos de controlo do governo das sociedades se encontram inadequados, facto que pode trazer às empresas elevados prejuízos. (Jensen, 1993)

2.2.2. Evolução

Com o estudo de Jensen e Meckling (1976), onde é definido que quem está à frente das empresas pode não ser o detentor do capital, surge a necessidade de relacionar a teoria da

agência com o governo das sociedades, pois os investidores precisam de melhor informação. Ao longo do tempo, nem sempre se estudou o governo das sociedades de igual forma e com o mesmo conteúdo. A visão deste conceito e a metodologia usada foi evoluindo, apresentando três gerações de estudos diferentes. Em Denis e McConnell (2001), são definidas duas dessas gerações: a primeira onde o governo das sociedades era focado nos aspetos internos; e a segunda onde existia um foco nas componentes externas da empresa. Na terceira geração, mais atual, já não existe um foco num determinado conteúdo, havendo uma diversificação de temas. Nesta geração, usam-se índices agregadores que agrupam diversas características das empresas tanto internas como externas, sendo ainda possível dividir o índice em subcategorias para uma melhor análise.

2.2.2.1. Primeira Geração

A primeira geração foca-se em aspetos internos, como explicado em Denis e McConnell, (2001). Estes geralmente analisam a estrutura da gestão, dando ênfase à gestão e a quem detém o capital.

Os problemas de agência são os casos mais estudados por esta vertente, porque os investidores tendem a atribuir menor valor a empresas que possuem um maior potencial destes problemas. Ao ser investigado o problema dos gestores possuírem poder de controlo maior do que o correspondente à sua dimensão no capital da empresa, constata-se que os investidores, especialmente em países com menor proteção de acionistas, avaliam estas empresas com valores inferiores e não estão dispostos a pagar um preço *premium* para investir nestas entidades (Lins, 2003). Noutro estudo, dá-se relevo à existência de grandes acionistas (*blockholders*) como forma de minimizar a inexistência ou fraco governo das sociedades das empresas. Os *blockholders* têm poder para influenciar o valor da empresa e, devido ao grande investimento, tendem a ser mais ativos no controlo e supervisão da empresa (Shleifer & Vishny, 1997). Consequentemente, os acionistas minoritários sentem-se mais seguros já que existe melhor informação disponível e o preço das ações sobe. Nos casos em que os acionistas majoritários estão envolvidos na gestão da empresa, os acionistas obtêm menores retornos (Mitton, 2002). Na Tabela 1, apresentamos estudos sobre o impacto da concentração de *blockholders* no valor da empresa.

Tabela 1: Concentração de *blockholders* e avaliação da empresa

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Lins	2003	Mercados Emergentes	1995-1997	Tobin Q	+	Sim
Mitton	2002	Ásia	1997-1998	Rendibilidade das ações	+	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a métrica de desempenho utilizada. A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada.

Outro fator muito analisado por esta primeira geração é o conselho de administração, órgão que supervisiona o trabalho dos gestores. Este órgão é tido como uma resposta do mercado para diminuir os problemas de agência existentes, havendo alguma regulação legislativa sobre este órgão para preservar a sua integridade, mas a sua existência acaba por trazer enormes custos para as empresas, pois geralmente é maior do que o legislativo. Na composição deste órgão é necessário haver alguma independência relativamente ao órgão de gestão da empresa. Apesar da sua constituição não afetar o desempenho da empresa, o seu tamanho pode influenciá-lo negativamente (Hermalin & Weisbach, 2003). Quando o governo das sociedades da empresa é composto por itens relativos à forma, composição e constituição do conselho da empresa, é-nos mostrado que a independência do conselho e o tamanho são dois fatores fundamentais, por isso, um conselho grande está relacionado com um fraco desempenho da empresa (Hermalin & Weisbach, 1998). Empresas com conselhos menores obtêm melhores rácios financeiros devido, em parte, a haver uma melhor comunicação (Yermack, 1996). Além disso, verifica-se que geralmente o conselho vai aumentando, ao longo do tempo, o que provoca uma perda de independência deste órgão que não consegue proceder ao despedimento/substituição dos gestores, caso haja um fraco desempenho da empresa (Hermalin & Weisbach, 2003). A tabela 2 apresenta estudos empiricos sobre a relação entre o conselho de administração e o valor da empresa.

Tabela 2: Tamanho do conselho de administração e valor da empresa

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Yermack	1996	EUA	1984-1991	Tobin Q	-	Sim
Hermalin & Weisbach	2003	EUA			-	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a métrica de desempenho utilizada. A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. O segundo autor não apresenta período de análise, nem característica analisada pois as conclusões obtidas por ele vêm de uma análise a diversos trabalhos.

2.2.2.2. Segunda Geração

Grande parte das medidas existentes de governo das sociedades servem para favorecer as empresas tradicionais (geridas por uma família) e governos. É certo que são necessárias medidas para proteger os mercados e as suas empresas de investidores externos, que podem não vir com o intuito de investir, mas com o de expropriar as empresas. As medidas também devem servir para proteger os acionistas de gestões que estejam focadas na empresa e nos seus interesses pessoais. Atualmente, existe uma reforma das medidas legais de governo das sociedades, por causa da sua importância para os investidores que podem usá-las, quando os contratos existentes e as medidas de governo das sociedades internas não podem ser utilizadas na resolução de problemas, por isso, estas devem ser realistas, ou seja, possíveis de cumprir (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Já em estudos anteriores, tinham sido encontrados resultados semelhantes, em La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny (1997) recorrendo a uma amostra de 49 países, tendo sido evidenciada uma relação positiva e significativa entre a tradição de um país legislar e o rácio usado para medir o valor das empresas (variável dependente). Também foi encontrada uma relação positiva entre a existência de leis que protegem os acionistas e a variável dependente usada. No estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny (1996) também já tinham sido referidas relações semelhantes no estudo de 1997, tendo

sido estabelecida uma relação positiva entre a eficiência do sistema legal e o produto nacional bruto.

No estudo de Beck, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (2006), é analisada uma amostra com 3 339 empresas, pertencentes a 44 países, no período de 1988 a 2002, com o intuito de estudar o impacto do sistema legal dos países no tamanho das empresas. Usando como medida de tamanho da empresa o logaritmo do total das vendas, encontrou-se uma relação positiva entre o desenvolvimento do sistema legal e o tamanho das empresas. Nesta investigação, a eficiência do sistema legal na resolução de problemas possui uma relação negativa significativa com o tamanho da empresa, ou seja, quanto mais tempo os problemas demorarem a resolver-se menores são as empresas presentes no mercado. A existência duma maior proteção legal dos direitos de propriedade afeta positivamente o tamanho das empresas. O desenvolvimento do sistema legal também permite às empresas um melhor acesso ao crédito.

Em Daines (2001), houve um estudo mais aprofundado sobre as leis do governo das sociedades existentes em Delaware que concluiu que as empresas cotadas naquele local eram avaliadas com um valor superior, enquanto que as outras semelhantes, não cotadas em Delaware, eram avaliadas com valores inferiores. Neste caso, usando uma amostra constituída por 4 481 empresas cotadas em Delaware, dados de 1981 a 1996 e como variável independente o Tobin Q, como medida de valor da empresa, achou-se uma relação positiva entre o Tobin Q e as leis existentes neste estado americano. Mesmo quando existiam acionistas pertencentes à gestão, o valor das empresas era superior ao das suas semelhantes (não cotadas em Delaware), significando que sistemas legais mais desenvolvidos permitem melhores valorizações. Na Tabela 3, apresentamos um resumo dos estudos sobre o impacto do sistema legal dos países.

Tabela 3: Impacto do sistema legal nas empresas

Autores	Ano	Número de países	Período de análise	Relação	
				Sinal	Significância
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny	1997	49	1996	+	Sim

Tabela 3: Impacto do sistema legal nas empresas (*continuação*)

Autores	Ano	Número de países	Período de análise	Relação	
				Sinal	Significância
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny	1996	49	1993	+	Sim
Beck, Demirgüç-Kunt, & Maksimovic	2006	44	1988-2002	+	Sim
Dianes	2001	1 (EUA)	1981-1996	+	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta o número de países usados na amostra. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna representa o sinal da relação. A sexta coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.2.2.3. Terceira Geração

Nestas duas gerações, ficou provado que ambas contribuem para o desenvolvimento e estudo do governo das sociedades, contribuindo para a sua evolução. Como constatado, os fatores de governo das sociedades, sejam internos ou externos, têm um grande impacto em diversas vertentes da empresa, como o seu valor de mercado e o comportamento dos gestores da empresa. Nesta terceira geração, surgiram índices agregadores que são uma coletânea de fatores de governo das sociedades, quer internos quer externos, e que permitem uma melhor visão e análise sobre o governo das sociedades e o seu impacto. Existem diversos índices sobre o governo das sociedades disponíveis, no entanto, os mais relacionados com o tema a estudar são o CLSA, o S&P, o ISQ, o criado por Gompers *et al.* (2003).

O índice CLSA, ou *Credit Lyonnais Securities Asia*, foi criado em 2000, mas só foi publicado em 2001, tendo sido efetuada em 2002 uma revisão dos dados. Inicialmente, foi lançado com dados de 491 empresas e, na sua revisão, foi aumentado para 498, de 25 mercados emergentes provenientes da Ásia, América Latina e Europa. O índice é composto por 7 fatores: disciplina da gestão, transparência, independência, prestação de contas,

responsabilidade, equidade e consciência social, medidos através de 57 perguntas qualitativas, com resposta binária (sim ou não), para que não exista subjetividade.

Há estudos que mostram que a proteção legal e o governo das sociedades podem ser substitutos um do outro. Chen, Chen e Wei (2009), usando o índice CLSA numa amostra de 17 mercados emergentes, encontrou que o governo das sociedades da empresa só pode substituir em parte a proteção legal e, quando esta é pobre, as empresas tentam tomar medidas, pois o governo das sociedades torna-se muito importante para atrair investidores. Segundo Klapper e Love (2004) e usando o índice CLSA, os investidores estão dispostos a pagar um valor *premium*, para investir em empresas que estão em mercados cuja proteção legal é baixa, mas que possuam um bom governo das sociedades, sendo assim, os legisladores devem focar-se em melhorar o seu sistema legal para que todas as empresas do mercado sejam valorizadas com um valor superior.

Outra motivação, para melhorar a proteção legal, é o facto das empresas inseridas nestes mercados serem significativamente mais afetadas no acesso ao capital, além disso uma proteção legal pobre acentua a relação negativa entre o governo das sociedades da firma e o custo de acesso ao capital. Os investidores estão atentos à proteção que lhes é oferecida, nos seus investimentos, avaliando com montantes superiores empresas que lhes ofereçam as melhores condições (Chen *et al.*, 2009).

As empresas podem tentar mitigar o facto de estarem inseridas num mercado com fraca proteção legal através do uso de provisões, que serão para os investidores, tentando melhorar o seu governo das sociedades e assim aumentar o seu valor e desempenho (Klapper & Love, 2004). A proteção legal deve conter condições e compensações que permitam atrair investidores e fazer com que estes se sintam seguros.

O índice S&P, *Standard & poor's*, foi criado em 2003, fornecendo dados de 901 empresas de 40 países. O índice é construído através de 98 itens e vai de 0 a 91. Os itens pertencentes ao índice são: transparência financeira e divulgação de informação; estrutura e funcionamento do conselho de administração e gestão; relações com investidor e estrutura do capital. Todos estes elementos são avaliados de forma binária, sendo-lhes atribuído 1 ponto, caso possuam determinado item.

Durnev e Kim (2005) usam o índice anteriormente referido no seu trabalho sobre 859 firmas de 27 países. Para os anos de 1999 a 2001, eles assinalam uma relação positiva e significativa entre as oportunidades de investimento e o governo das sociedades, indicando que a existência de oportunidades de investimento impele as empresas a adotarem melhores práticas de governo das sociedades, de forma a aproveitar as oportunidades. Outro aspeto que foi apurado neste estudo foi que este índice influencia positivamente o valor de empresa, medido através do Tobin Q.

Noutra análise ao mesmo índice, Doidge, Karolyi e Stulz (2007) encontraram que as variações de valores do índice se devem maioritariamente às características do país, referindo uma relação positiva, mas não significativa. Neste estudo, foram usadas 771 empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento no ano de 2003.

O índice de Gompers *et al.* (2003) é construído através do aumento de um ponto por cada medida que restrinja os direitos dos acionistas, sendo os dados recolhidos em todas as fontes possíveis. As medidas analisadas são 28 provisões, obtidas no IRRC, sendo 24 únicas, divididas por cinco grupos: táticas para prevenir/atrasar *takeovers*, direitos de votos, proteção da gestão, e proteção de *takeovers*. Neste índice, consideram-se as empresas como tendo poucos direitos para os acionistas apresentando uma pontuação superior ou igual a 14 e as empresas com forte proteção dos acionistas com uma pontuação inferior ou igual a 5.

No estudo de criação deste índice, os autores analisam uma amostra de 1500 empresas, no período de 1990 a 1999. São usadas, como medidas de valor da empresa, o Tobin Q, o resultado líquido da empresa, o crescimento das vendas e o ROE. Após análise dos resultados, os autores encontraram uma relação negativa entre o índice e o valor da empresa, concluindo-se que a existência de provisões traz menores avaliações à empresa. Foi notado que nas empresas democráticas, ou seja, com pontuação inferior a 5, o índice influencia positivamente o valor da empresa. Em suma, quanto maior a proteção dos acionistas, melhor valor de mercado a empresa possui. No estudo de Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) é usada uma variação do índice criado em Gompers *et al.*, (2003), incluindo-se 6 das suas provisões. A amostra reporta-se ao período de 1990 a 2003. Usando o Tobin Q, como variável dependente e medida de valor de mercado, encontrou-se uma relação negativa e significativa entre o índice e seus constituintes e o Tobin Q. Os resultados

obtidos vêm comprovar os resultados obtidos por Gompers *et al.*, (2003). Na Tabela 4, mostramos um resumo dos índices apresentados e dos estudos que os usam.

Tabela 4: Resumo de autores e índices utilizados na terceira geração

Autores	Índice	Tema do estudo
Chen, <i>et al</i> (2009)	CLSA	Valor da empresa
Klapper e Love (2004)	CLSA	Valor da empresa
Durnev e Kim (2005)	S&P	Valor da empresa
Doidge, <i>et al</i> (2007)	S&P	Valor da empresa
Gompers, <i>et al</i> (2003)	Gompers, Ishii, & Metrick	Valor da empresa
Bebchuk, <i>et al</i> (2009)	Gompers, Ishii, & Metrick	Valor da empresa

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao índice utilizado no estudo. A terceira coluna apresenta o tema do estudo.

O ISS é uma empresa criada em 1985, com o objetivo de promover o governo das sociedades e aumentar a informação disponível no mercado. Hoje em dia, é uma das três maiores agências do governo das sociedades cobrindo 115 mercados.¹ O atual índice do governo das sociedades da instituição é o ISQ.

O ISQ, *Institutional Shareholders Quickscore*, é um índice global, ou seja, avalia empresas que estão situadas nas mais diversas partes de mundo, e assenta em quatro princípios base: a constituição do quadro de diretores; os direitos dos acionistas e defesas de *takeovers*; as compensações/remunerações; e a auditoria e os riscos de supervisão. Este índice procede à análise de mais de 200 parâmetros e a sua pontuação vai de 0 a 10, sendo que quanto maior é o seu valor, pior é o governo das sociedades dessa empresa.

¹ Informações obtidas no *site*: <http://www.issgovernance.com> a 10 de março de 2016.

Antes do ISQ, existia uma versão anterior denominada CGQ que Brown e Caylor (2004) usaram num estudo inteiramente dedicado a este índice do ISS. Nesse estudo, recorrendo a 5460 empresas no ano de 2003 das quais o ISS possuía dados, estudaram quais eram os fatores que estavam relacionados com o índice. Analisaram um total de 35 fatores dispersos por fatores de risco, crescimento, rendibilidade, dividendos e solvabilidade do risco. Não são apresentados quocientes que permitam verificar qual/quais o(s) fator(es) que mais influencia(m) este índice, mas concluiu-se que a composição do quadro de diretores é a parte mais importante do índice, pois quanto maior é o seu valor (quadro de diretores), melhor é o desempenho da empresa.

Posteriormente para o mercado dos EUA, em Brown e Caylor (2006), analisaram a relação entre um índice de governo das sociedades que construíram a partir do CGQ e o valor de mercado da empresa, medido pelo Tobin Q. Observou-se que o índice do governo das sociedades influencia positivamente e significativamente o valor da empresa.

Em Gherghina, Vintilă e Tibulcă (2014), são examinadas 83 empresas constantes na lista S&P 100 em busca de uma relação entre o governo das sociedades e o valor de mercado da empresa. Como medida do governo das sociedades, foi usado o ISQ e, como valor de mercado, foi usado o Tobin Q. Neste estudo, os autores não encontraram resultados estatisticamente relevantes sobre a hipótese estudada e o mesmo aconteceu, quando analisaram os constituintes do índice do governo das sociedades. Eles explicaram que tal se pode ter dado devido ao estudo ter incidido numa pequena amostra e num curto espaço tempo. Outra questão levantada por estes autores é o facto de poder ter havido erros de mensuração na construção do índice.

O estudo de Isiaka (2014), explorando uma amostra de 156 empresas, sendo que apenas 112 foram usadas nas estimações com o índice ISQ, com dados do período de 2010 a 2012, testa a hipótese das firmas com um melhor governo possuírem melhores rácios financeiros. Foram usadas como variáveis dependentes o ROA (retorno/rentabilidade dos ativos), o Tobin Q (valor de mercado), o ROE (retorno/ rentabilidade do capital próprio) e o MB (*market to book*) e como medidas de governo das sociedades o ISQ e o ROB (índice sobre o quadro de diretores). Como conclusão deste estudo, encontrou-se uma relação significativa entre algumas subcategorias do governo das sociedades e, especialmente, o Tobin Q e MB. Desta forma, quanto melhor o governo das sociedades, melhores são os

rácios, no entanto, como não se encontrou resultados significativos para todos eles, os autores sugeriram que podiam existir erros de mensuração nos índices e que os índices são melhores para diferenciar empresas do que para as avaliar.

Apesar de haver muitos estudos que usam índices criados por entidades, devemos ter alguma cautela na sua interpretação, pois eles são construídos com dados de anos anteriores e, por vezes, apresentam erros de mensuração, sendo deste modo a sua capacidade de prever o futuro é muito limitada (Daines, Gow, & Larcker, 2009). Outro fator a ter em conta é que quem constrói estes índices, frequentemente, também presta consultadoria às empresas. Esta é uma preocupação patente na análise de Etheridge (2015) porque os índices não são apenas usados pelos investidores na escolha dos seus investimentos, mas também pelas empresas de forma a atrair os investidores.

2.3. Excesso de Tesouraria

2.3.1. O que representa

O excesso de tesouraria representa uma parte do capital que a firma detém que não é necessário para os seus investimentos e operações (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007), e só pode vir a ser necessário caso apareçam oportunidades vantajosas para a empresa. Assim, este capital pode estar sujeito a ser usado de forma rápida e conseqüentemente em investimentos pouco lucrativos, por parte das grandes empresas, devido à pressão dos mercados. Está provado que firmas que invistam este excesso de tesouraria em projetos com NPV negativo são avaliadas por valores inferiores. Além disso, as firmas com bom nível de governo das sociedades guardam mais os seus excessos de tesouraria (Schauten *et al.* 2013). O excesso de tesouraria pode surgir por iniciativa da gestão, pois as empresas tendem a usar capitais internos em detrimento dos externos (Myers & Majluf, 1984), ou então devido a variações nos fluxos de caixa operacionais, no entanto, as empresas que têm excesso de tesouraria tendem a manter este excesso ao longo do tempo (Opler *et al.*, 1999).

2.3.2. Benefícios do excesso de tesouraria

Um dos principais benefícios de possuir excesso de tesouraria é que a empresa assim detém uma maior autonomia de financiamento: goza de uma melhor capacidade de responder a oportunidades que surjam no mercado; tem reservas que podem ser vantajosas caso o financiamento traga elevados custos; e tem capacidade para suprimir custos que não estejam planejados (Kuan *et al.*, 2012). Considera-se também uma medida *anti-takeover*, já que dá à empresa capacidade financeira para responder a propostas de aquisição (Faleye, 2004). Outro fator apontado é que o excesso de tesouraria permite, caso apareçam oportunidades, a diversificação da empresa o que influencia o valor de mercado da empresa (Matsusaka, 1993).

Nas empresas, a decisão de reter o capital para uso da empresa ou de o distribuir aos acionistas depende de como o problema de agência é gerido. Em empresas com grande liquidez é muito provável que estas usem o seu excesso de tesouraria na diversificação, através de aquisições, uma vez que a sua grande capacidade financeira faz com que não apareçam concorrentes (Harford, 1999). No entanto, deve-se ter cuidado pois, se os níveis de caixa continuarem a subir e o nível de endividamento também, o excesso de tesouraria vai começar a ser avaliado com valores inferiores (Faulkender & Wang, 2006).

No caso dos interesses dos acionistas estarem alinhados com os da gestão, verifica-se que os acionistas vão permitir que se retenha mais capital, a fim de se aproveitar os benefícios/oportunidades que daí possam surgir (Kuan *et al.*, 2012).

Na eventualidade de existirem problemas de agência, os gestores podem usar este excesso de capital em projetos com rendibilidade reduzida ou mesmo negativa. Outro problema que podemos encontrar relaciona-se com os dividendos, porque as empresas que retêm menos capital e o distribuem são afetadas positivamente por essa decisão (Ammann *et al.*, 2011), especialmente em empresas que tenham associados elevados custos de agência (Kalcheva & Lins, 2007). A proteção legal do investidor influencia a forma como os acionistas valorizam os dividendo e a tesouraria, ou seja, em países que possuem uma boa proteção, os acionistas minoritários valorizam mais os excessos de tesouraria, enquanto que, onde a

proteção é baixa, estes acionistas não valorizam os excessos de tesouraria, preferindo receber dividendos (Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006). Como se afirma anteriormente, um fraco governo das sociedades influencia negativamente o valor da empresa. Quando isso está conjugado com a detenção de excesso de tesouraria, o valor da empresa é ainda mais afetado, pois a possibilidade de um mau investimento é maior (Harford, Mansi, & Maxwell, 2008).

No geral, os acionistas acreditam que as oportunidades de mercado, que podem surgir, irão trazer benefícios superiores aos custos de agência que existem, valorizando mais empresas que não têm um plano de investimento pela possibilidade destas conseguirem aproveitar melhor as oportunidades, que aparecem, devido ao excesso de tesouraria não estar destinado à partida (Pinkowitz & Williamson, 2002). Isto pode dever-se a uma assimetria de informação entre os gestores e os acionistas pois, apesar do excesso de tesouraria não estar atribuído, os gestores podem conhecer oportunidades que estejam para surgir e entendem melhor o valor da empresa e como esta poderá evoluir (Myers & Majluf, 1984). Em suma, os investidores valorizam com um valor superior os excessos de tesouraria de empresas que possuam boas oportunidades de crescer. Por outro lado, se a empresa não investir, o mercado vai reparar no excesso que não foi utilizado e que está sem destino e consequentemente a empresa vai desvalorizar.

O excesso de tesouraria é, muitas vezes, usado como medida de proteção pelas empresas, sendo mais valorizado em empresas que possuem poucas formas de se proteger de ações e movimentações de concorrentes (Schauten, Dijk, & Waal, 2013). Este método é usado visto que faz com que o agente, que efetua a proposta de *takeover*, tenha dúvidas sobre o valor da empresa devido às várias utilidades e projetos em que o excesso de tesouraria pode ser investido. Por vezes alguns desses investimentos podem não trazer rentabilidade podendo ser mesmo prejudiciais para a empresa. (Faleye, 2004) Grandes quantidades de excesso de tesouraria são uma boa forma de prevenir os *takeovers* uma vez que dão flexibilidade e defesa à empresa, funcionando como um fator de dissuasão (Harford, 1999).

Esta tendência de proteger a empresa contra *takeovers*, quando associada com a retenção de capital, em vez de o distribuir, influencia negativamente o valor da empresa, fazendo aparecer grandes problemas de agência (Kalcheva & Lins, 2007).

No caso de haver fusões entre empresas, a que possui maior tesouraria tem vantagem. Caso a empresa que está em desvantagem não consiga transmitir convenientemente os seus valores e vantagens, a outra parte pode ir negociar diretamente com os acionistas e comprar a empresa (Myers & Majluf, 1984).

As empresas maiores tendem a ter mais excesso de tesouraria mantendo-o sempre nesse nível, gastando mais que as outras empresas, no entanto, as empresas com oportunidades para crescer, empresas que tenham negócios arriscados e pequenas empresas também guardam excesso de tesouraria para se precaverem e estarem preparadas para o aparecimento de oportunidades e/ou de eventuais problemas (Opler *et al.*, 1999). Na Tabela 5, elaborámos um resumo de alguns estudos, onde o excesso de tesouraria foi usado.

Tabela 5: Tabela resumo dos principais usos do excesso de tesouraria

Autores	Ano	Tema do estudo
Kuan, Li, & Liu	2012	Financiamento
Faleye	2004	Proteção de <i>takeovers</i>
Matsusaka	1993	Aproveitamento de oportunidades
Harford	1999	Diversificação

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta o tema do estudo.

Na investigação de Dittmar e Mahrt-Smith (2007), estudando uma amostra de 1952 empresas com dados de 1990 até 2003, analisa-se o impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria. Usa-se o índice de Gompers *et al.* (2003) como medida de governo das sociedades e o como variável dependente o valor de mercado sobre os ativos líquidos, sendo que apenas empresas com excesso de tesouraria foram usadas nas estimação. O resultado obtido foi de encontro à hipótese apresentada, um bom governo das sociedades

influencia positivamente estas empresas, fazendo com que o excesso de tesouraria valha mais para os investidores.

Em Schauten *et al.* (2013), analisam-se as empresas pertencentes ao FSTEurofirst300, num total de 271 observações, no período de 2000 a 2004. Recorrendo à mesma metodologia que Dittmar e Mahrt-Smith (2007), os autores analisam o impacto de quatro mecanismos do governo das sociedades: direitos dos acionistas, quadro de diretores, divulgação de informação e proteção contra *takeovers*. A principal conclusão foi que o excesso de tesouraria é influenciado significativamente pela existência de proteção contra *takeovers*, isto é, a existência de excesso de tesouraria é mais valorizada em empresas que possuam esta proteção.

Num estudo de Kusnadi (2011), a alguns fatores do governo das sociedades, achou-se uma relação negativa entre o valor da empresa e alguns destes fatores. Usando uma amostra de 276 empresas cotadas em Singapura e em Kuala Lumpur e dados de 2000 a 2005, demonstrou-se que a estrutura da empresa afeta o valor desta. Em empresas com uma estrutura piramidal, empresas controladas por família e empresas onde o CEO e o *chairman* são a mesma pessoa os excessos de tesouraria são avaliados com valores inferiores pelos investidores. Na tabela 6, apresentamos um resumo dos estudos, anteriormente referidos, onde evidenciamos o impacto do governo das sociedades no valor da empresa.

Tabela 6: O impacto do governo das sociedades no valor da empresa inerente ao excesso de tesouraria

Estudo	Ano	Amostra	Período do estudo	Comportamento observado
Dittmar e Mahrt-Smith	2007	1952	1990-2003	+
Kusnadi	2011	276	2000-2005	+
Schauten <i>et al.</i>	2013	271	2000-2004	+

Nota. A primeira coluna identifica o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta o tamanho da amostra. A quarta coluna indica o período temporal analisado no estudo. A quinta coluna apresenta o comportamento do governo das sociedades em relação ao valor da empresa.

2.4. Conclusão

Neste trabalho, revimos o principal problema que dá origem à nossa matéria de estudo, o problema de agência. Encontrámos evidências, em estudos anteriores, de que os problemas de agência trazem custos para as empresas. No nosso caso, falamos de problemas relacionados com o tipo de capital que a empresa utiliza para se financiar e problemas devido à não distribuição de capital que depois vai dar origem ao excesso de tesouraria.

Assim, para minimizar estes problemas, começou-se a estudar o governo das sociedades, o conjunto de mecanismo pelas quais as empresas são dirigidas. Inicialmente, os estudos focaram-se nos mecanismos internos da empresa como a existência de *blockholders*, o tamanho do conselho de administração, a existência de famílias na gestão, a estrutura da empresa e a independência da gestão, encontrando-se evidencia de que quanto melhor o valor destes fatores, melhor o valor da empresa. Na segunda geração, houve um foco nos fatores externos da empresa, sendo essencialmente estudado o sistema legal dos países e encontrou-se uma relação positiva entre um bom sistema legal e o valor da empresa. Na terceira geração, houve uma evolução na forma como se estuda o governo das sociedades, pois criaram-se índices agregadores, ou seja, índices que juntam fatores internos e elementos externos. Mais uma vez se comprovou que um bom governo das sociedades tem um efeito positivo.

O excesso de tesouraria gera problemas de agência, já que nem sempre os acionistas e os gestores têm em mente o mesmo destino. O excesso tesouraria pode trazer problemas, pois pode ser visto como uma medida para os gestores se protegerem dos acionistas, pode ser gasto de forma ineficiente ou desperdiçado pelos gestores para benefício próprio. O excesso de tesouraria também traz vantagens à empresa, permitindo que esta esteja protegida contra os *takeovers*, possa aproveitar oportunidades de mercado e tenha um acesso mais fácil ao financiamento.

3. Metodologia

3.1. Caracterização da amostra

A maior parte dos estudos nesta área focam-se no mercado dos EUA ou então numa pequena amostra de países da Ásia, assim o nosso estudo visa uma área pouco estudada nomeadamente o mercado Europeu. A amostra é constituída por 293 empresas pertencentes a Portugal, Espanha, França, Luxemburgo, Bélgica, Grécia, Suíça, Áustria, Irlanda, Inglaterra, Suécia, Noruega, Finlândia, Dinamarca, Itália, Alemanha e Holanda². A amostra inicial era composta por 473 empresas às quais foram retiradas as empresas financeiras, pois estas detêm nos seus inventários títulos que estão incluídos no caixa (Schauten *et al.*, 2013), daí resultaram 423 empresas. Após a recolha de dados, foram retiradas 127 empresas para as quais não existiam valores de índice do governo das sociedades, e ainda, 3 por falta de dados financeiros.

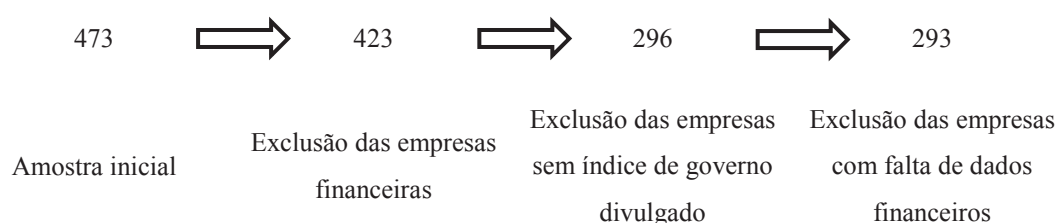


Figura 1: Constituição da amostra

Na tabela 7, passamos a apresentar os dados relativos à distribuição da amostra pelos 17 países pertencentes à amostra. Podemos observar que o país que possui mais representatividade é a Inglaterra (25,60%), seguido pela França (15,02%). A Grécia e o Luxemburgo são os países com menor representatividade (0,34% para cada), no entanto, os

² As empresas portuguesas são cotadas no índice PSI20. As empresas francesas são cotadas no índice CAC40. As empresas holandesas são cotadas no índice AEX. As empresas luxemburguesas são cotadas no índice LUXX. As empresas belgas pertencem ao índice BEL20. As empresas alemãs são cotadas no índice DAX 30. As empresas espanholas são cotadas no índice IBEX 35. As empresas gregas são cotadas no índice ASE 20. As empresas suíças estão cotadas no índice SMI. As empresas austríacas estão cotadas no índice ATX. As empresas irlandesas estão cotadas no índice SEQ20. As empresas inglesas estão cotadas no índice FTSE 100. As empresas suecas estão cotadas no índice OMXS 30. As empresas norueguesas estão cotadas no índice OBX. As empresas finlandesas estão cotadas no índice OMXH 25. As empresas dinamarquesas estão cotadas no índice OMXC 20. As empresas italianas estão cotadas no índice MIB 30. As empresas alemãs estão cotadas no índice DAX 30.

restantes países têm uma percentagem semelhante o que torna a nossa amostra diversificada em termos de origem.

Tabela 7: Distribuição da amostra por países

País	Nº de empresas	% na amostra
Grécia	1	0,34%
Inglaterra	75	25,60%
Suíça	15	5,12%
Irlanda	6	2,05%
Áustria	6	2,05%
França	44	15,02%
Portugal	3	1,02%
Holanda	23	7,85%
Bélgica	10	3,41%
Luxemburgo	1	0,34%
Suécia	19	6,48%
Noruega	8	2,73%
Finlândia	13	4,44%
Dinamarca	11	3,75%
Itália	16	5,46%
Alemanha	24	8,19%
Espanha	18	6,14%
Total	293	100%

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o país de origem das empresas. Na segunda coluna, indica-se o número de empresas pertencentes a cada país. Na terceira coluna apresentamos a percentagem que cada país possui da amostra.

Na análise das empresas por sector, feita a tabela 8, dividimo-las através da classificação ICB. Analisando a amostra por sector de atividade, notamos que o sector dos produtos industriais a par com o dos bens de consumo são os que possuem maior número de empresas na amostra e, conseqüentemente, uma maior percentagem (22,87 e 22,86% respetivamente). Reparámos também que os sectores das matérias básicas e do petróleo e gás são os com menor representatividade, com 4,44% cada. Não apresentamos dados para o sector 8000, pois este é o dos serviços financeiros que foi excluído da amostra.

Tabela 8: Distribuição da amostra por sector empresarial

Código	Sector	Nº de empresas	% na amostra
0001	Petróleo e Gás	13	4,44%
1000	Matérias Básicas	13	4,44%
2000	Produtos industriais	67	22,87%
3000	Bens de Consumo	67	22,86%

Tabela 8: Distribuição da amostra por sector empresarial (*continuação*)

Código	Sector	Nº de empresas	% na amostra
4000	Cuidados de saúde	19	6,48%
5000	Serviços ao consumidor	38	12,97%
6000	Telecomunicações	21	7,17%
7000	Utilidades	38	12,97%
9000	Tecnologia	17	5,80%
	Total	293	100,00%

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o país de origem das empresas. Na segunda coluna, indica-se o número de empresas pertencentes a cada país. Na terceira coluna apresentamos a percentagem que cada país possui da amostra.

3.2. Recolha dos dados

Os dados financeiros foram recolhidos para o ano de 2012, da base de dados *Datastream*, exceto a variável resultados antes de itens extraordinários que foi recolhida diretamente dos balanços das empresas, no entanto, devido a termos variáveis que necessitam de valores de anos anteriores e futuros, recolhemos adicionalmente dados para os anos de 2010 até 2014. Os índices do governo das sociedades foram retirados da base de dados *Bloomberg Professional*. A tabela 9 apresenta as fontes dos dados usados.

Tabela 9: Fontes dos dados usados

Fonte	Variável
<i>Datastream</i>	Vendas, caixa e equivalentes, fluxo de caixa livre, fundo de maneo, despesas de capital, valor de mercado, dividendos, despesas com juros
Balanços das empresas	Resultados antes de itens extraordinários
<i>Bloomberg Professional</i>	Índice do governo das sociedades

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se a fonte dos dados. Na segunda coluna, indica-se as variáveis que foram retiradas de cada fonte.

De seguida, na tabela 10, apresentamos todas as variáveis usadas neste estudo, bem como a sua construção e outros estudos em que são utilizadas.

Tabela 10: Descrição das variáveis utilizadas

Variável	Descrição	Estudos empíricos
LCASH	Logaritmo do rácio do caixa e seus equivalentes no momento t dividido pelos ativos líquidos. Variável independente da equação (2)	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
LNA	Logaritmo dos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
FCF	Fluxos de caixa livres calculados através do resultado operacional menos juros e taxas	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
NWC	Fundo de maneo no ano t. É calculado através dos ativos correntes menos o passivo corrente	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
CAPEX	Despesas de capital no ano t divididas pelos ativos líquidos	Opler <i>et al.</i> (1999) Schauten <i>et al.</i> (2013)
$\widehat{MV}_{i,t}$	Valor de mercado da empresa calculado através do crescimento das vendas dos últimos três anos.	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
MV	Valor de mercado da empresa no momento t dividido pelos ativos líquidos. Variável independente da equação (1)	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
F_MV	Varição do valor de mercado da empresa do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
EBEI	Resultado antes de itens extraordinários dividido pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
A_EBEI	Varição do resultado antes de itens extraordinários do momento t-2 a t dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
F_EBEI	Varição do resultado antes de itens extraordinários do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
A_CAPEX	Varição das despesas de capital do momento t-2 a t dividida pelos ativos líquidos	Schauten <i>et al.</i> (2013)
F_CAPEX	Varição das despesas de capital do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Schauten <i>et al.</i> (2013)
DIV	Dividendos no momento t divididos pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)

Tabela 10: Descrição das variáveis utilizadas (*continuação*)

Variável	Descrição	Estudos empíricos
A_DIV	Variação do dividendo do momento t-2 a t dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
F_DIV	Variação do dividendo do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
DJ	Despesas com juros divididas pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
A_DJ	Variação da despesa com juros do momento t-2 a t dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
F_DJ	Variação da despesa com juros do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Fama e French (1998)
NA	Ativos líquidos calculados pela diferença entre o total do ativo e o caixa e equivalentes	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
A_NA	Variação dos ativos líquidos do momento t-2 a t dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
F_NA	Variação dos ativos líquidos do momento t a t+2 dividida pelos ativos líquidos	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
ISQ	Índice do governo das sociedades do ISS.	Isiaka (2015)
XCash	Valor do excesso de tesouraria calculado pela diferença entre o caixa no momento t e o valor do caixa ótimo	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)
INTER	Variável de interação obtida pela multiplicação do governo das sociedades e o excesso de tesouraria, ambos estandardizados	Dittmar e Mahrt-Smith (2007)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome das variáveis. Na segunda coluna, descrevem-se as fórmulas de cálculos das variáveis. Na terceira coluna, são apresentados os estudos que utilizam as variáveis referidas.

3.3. Métrica do governo das sociedades

O índice do governo das sociedades usados foi o ISQ, desenvolvido pelo ISS A classificação do índice ISQ varia de 0 (bom governo das sociedades) a 10 (fraco governo das sociedades) sendo um índice invertido, pois quanto menor o seu valor melhor o governo das sociedades. Este índice divide-se em quatro categorias principais e 21 subcategorias que avaliam, no total, cerca de 200 itens. Na tabela 11, apresentamos detalhadamente os componentes do índice.

Tabela 11: Componentes do índice ISQ (*Institutional Shareholder Quickscore*)

Categorias	Itens
Estrutura do conselho de administração	1 – Remuneração do conselho 2 – Composição dos comités 3 – Práticas do conselho de administração 4 – Políticas do conselho de administração 5 – Transações com partes relacionadas
Remuneração	6 – Remuneração dependente do desempenho 7 – Remuneração independente do desempenho 8 – Utilização do capital próprio 9 – Redução do risco de capital 10 – Remuneração dos membros não executivos 11 – Comunicação e divulgação 12 – Rescisões contratuais 13 - Controvérsias
Direitos dos acionistas	14 – “Uma ação, um voto” 15 – Medidas <i>anti-takeover</i> 16 – Questões de voto

Tabela 11: Componentes do índice ISQ (*Institutional Shareholder Quickscore*) (continuação)

Categorias	Itens
	17 – Formalidades de voto
	18 – Outros direitos dos acionistas
Práticas de auditoria	19 – Auditor externo
	20 – Controvérsias contabilísticas e de auditoria
	21 – Outras questões de auditoria

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se as categorias do índice. Na segunda coluna, indicam-se que subcategorias cada categoria possui.

3.4. Hipótese

O papel da tesouraria das empresas é amplamente estudado, mas a maior parte das investigações foca-se apenas na tesouraria. Alguns autores usam o excesso de tesouraria para confirmar os resultados obtidos a estudar a tesouraria (por exemplo Harford, 1999; Dittmar & Mahrt-Smith, 2007), outros concentram-se no excesso de tesouraria. (por exemplo, Schauten *et al.*, 2013; Faleye, 2004)

O principal problema do excesso de tesouraria é a atribuição da finalidade deste capital, devido às múltiplas potencialidades que possui³. A primeira decisão a tomar é se devemos distribuir estes excessos pelos acionistas ou retê-los na empresa (Harford, 1999). Após esta escolha, podem surgir problemas de agência (Pinkowitz *et al.*, 2006), por isso, torna-se fundamental que as empresas possuam um bom governo das sociedades para diminuir estes problemas.

O governo das sociedades poderá estar relacionado com melhores avaliações da empresa (Harford *et al.* 2008), pois um bom governo é indicativo de que a empresa possui um conjunto de práticas que permitem a proteção dos acionistas e da empresa. Do ponto de vista dos acionistas, a existência destas práticas dá-lhes mais segurança de que o seu investimento está protegido e será bem usado, refletindo-se em melhores avaliações do

³ Ver ponto 2.3.2 – Benefícios do excesso de tesouraria

valor do excesso de tesouraria em empresas que possuam um bom governo das sociedades (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007).

Deste modo, neste estudo, pretendemos testar as hipóteses seguintes:

Hipótese 1: Um melhor nível de governo das sociedades influencia positivamente o valor da empresa, em empresas com excesso de tesouraria.

Hipótese 2: Empresas com um bom governo aumentam o valor da empresa, através da detenção de excesso de tesouraria.

3.5. Modelo

Seguindo a metodologia de Dittmar e Mahrt-Smith (2007), temos uma metodologia em 2 estágios. No primeiro estágio, começamos por calcular que empresas possuem excesso de tesouraria. O excesso de tesouraria é obtido através da subtração ao caixa das empresas do caixa ótimo obtido na equação, que segundo a nossa metodologia é o resíduo da equação 2. Após este cálculo, retiramos da amostra as empresas que não possuem excesso de tesouraria e procedemos à construção da variável de interação que irá ser necessária para a regressão principal.

3.5.1. Regressão principal – 2º Estágio

A nossa regressão principal vem do modelo de Dittmar e Mahrt-Smith (2007). Este modelo visa verificar o impacto do governo das sociedades e do excesso de tesouraria, no valor de mercado da empresa. Além disso, possui uma variável de interação com a intenção de medir o impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria. Todas as nossas variáveis estão divididas pelos ativos líquidos. Este modelo, que também foi usado por Schauten *et al*, (2013) no seu estudo sobre o excesso de tesouraria, apresenta como

variável independente o valor de mercado da empresa ($MV_{i,t}$). Como variáveis independentes, como já referido, temos o índice do governo das sociedades ($ISQ_{i,t}$), o excesso de tesouraria ($XCash_{i,t}$) e a variável de interação entre o governo das sociedades e o excesso de tesouraria (INTER). Usámos também diversas variáveis de controlo que segundo (Fama & French, 1998) são as melhores para avaliar o valor da empresa, pois influenciam as expetativas dos investidores sobre os movimentos de caixa futuros. Os rendimentos antes de itens extraordinários ($EBEI_{i,t}$) são utilizados para representar o lucro da empresa. O CAPEX é uma medida das oportunidades de investimento. Os dividendos ($DIV_{i,t}$) e as despesas com juros ($DJ_{i,t}$) servem para medir os dividendos e juros da empresa. As despesas com juros visam representar o nível de endividamento da empresa. Os ativos líquidos servem para avaliarmos o investimento da empresa.

$$\begin{aligned}
 MV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 EBEI_{i,t} + \beta_2 A_EBEI_{i,t} + \beta_3 F_EBEI_{i,t+2} + \beta_4 CAPEX_{i,t} \\
 & + \beta_5 A_CAPEX_{i,t} + \beta_6 F_CAPEX_{i,t+2} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 A_DIV_{i,t} \\
 & + \beta_9 F_DIV_{i,t+2} + \beta_{10} DJ_{i,t} + \beta_{11} A_DJ_{i,t} + \beta_{12} F_DJ_{i,t+2} + \beta_{13} A_NA_{i,t} \\
 & + \beta_{14} F_NA_{i,t+2} + \beta_{15} F_MV_{i,t+2} + \beta_{16} ISQ_{i,t} + \beta_{17} XCash_{i,t} \\
 & + \beta_{18} ISQ_{i,t} * XCash_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

Onde:

$MV_{i,t}$ – valor de mercado da empresa

$NA_{i,t}$ – representa os ativos líquidos do ano t

$EBEI_{i,t}$ – resultados antes de itens extraordinários

$A_EBEI_{i,t}$ – variação do resultado antes de itens extraordinários de t-2 a t

$F_EBEI_{i,t+2}$ – variação do resultado antes de itens extraordinários de t a t+2

$CAPEX_{i,t}$ – despesas de capital

$A_CAPEX_{i,t}$ – variação das despesas de capital de t-2 a t

$F_CAPEX_{i,t+2}$ – variação das despesas de capital de t a t+2

$DIV_{i,t}$ – dividendos

$A_DIV_{i,t}$ – variação dos dividendos de t-2 a t

$F_DIV_{i,t+2}$ – variação dos dividendos de t a t+2

$DJ_{i,t}$ – despesas com juros

$A_DJ_{i,t}$ – variação das despesas com juros de t-2 a t

$F_DJ_{i,t}$ – variação das despesas com juros de t a t+2

$ISQ_{i,t}$ – índice do governo das sociedades

$XCash_{i,t}$ – excesso de tesouraria obtido na equação anterior

$ISQ_{i,t} * XCash_{i,t}$ – variável de interação entre o governo das sociedades e o excesso de tesouraria, doravante denominada por INTER.

Todas as nossas variáveis foram divididas pelo ativos líquidos, exceto o índice do governo das sociedades, o excesso de tesouraria e a variável de interação.

A variável de interação (INTER) é calculada através da multiplicação do índice do governo das sociedades pelo rácio do excesso de tesouraria. Antes de criarmos esta variável, tivemos de estandardizar cada uma das variáveis através da subtração da sua média e divisão pelo desvio padrão. Esta variável tem como propósito medir a influência do governo das sociedades no excesso de tesouraria.

Foi utilizado o CAPEX em substituição das despesas com pesquisa e desenvolvimento (R&D), que era a variável usada na metodologia inicial. Na metodologia inicial, os autores, consideram o R&D como uma medida de avaliação das oportunidades de investimento sendo que, após análise de diversos estudos sobre o tema, se pode concluir que em muitos o CAPEX é usado como *proxy* com a mesma função. A tabela 12 apresenta estudos, onde o CAPEX foi utilizado.

Tabela 12: Estudos que usam o CAPEX

Estudo	Ano	Amostra	Período do estudo	Tema do estudo	Resultado	Significativo
Opler, <i>et al</i> (1999)	1999	87,117	1952-1994	Tesouraria	+	Não
Ammann, <i>et al</i> (2011)	2011	1875	2007	Tesouraria	-	Sim
Kusnadi (2011)	2011	276	2000-2005	Excesso de Tesouraria	+	Não
Schauten, <i>et al</i> (2013)	2013	271	2000-2004	Excesso de Tesouraria	-	Não

Nota. Na primeira coluna, consta o nome dos autores do estudo. Na segunda coluna, o ano da publicação do estudo. Na terceira coluna, é apresentada a amostra usada no estudo. A quarta coluna indica o período estudado. A quinta coluna menciona o tema do estudo. Na sexta coluna, apresentamos o comportamento da variável CAPEX no estudo. Na sétima coluna, apresentamos a significância do resultado obtido a sexta coluna.

3.5.2. Escolha das empresas com excesso de tesouraria – 1º Estágio

Na escolha das empresas que possuem excesso de tesouraria foi tido em conta o rácio *market to book*, pois este é usado na nossa regressão principal como variável dependente e nesta regressão para calcular o excesso de tesouraria. Assim, fizemos como descrito por Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e calculamos o valor de mercado da empresa, utilizando as vendas dos últimos três anos. Finalmente, o excesso de tesouraria será obtido através dos resíduos da seguinte regressão:

$$\ln\left(\frac{Cash_{i,t}}{NA_{i,t}}\right) = \beta_1 LNA_{i,t} + \beta_2 \frac{FCF_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_3 \frac{NWC_{i,t}}{NA_{i,t}} + \beta_4 \left(\frac{\widehat{MV}_{i,t}}{NA_{i,t}}\right) + \beta_5 CAPEX_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$LCASH_{i,t}$ – representa o logaritmos da divisão do caixa e equivalentes no período t pelos ativos líquidos

$LNA_{i,t}$ – representa o logaritmo dos ativos líquidos do ano t

$FCF_{i,t}$ – representa os fluxos de caixa livres, sendo o resultado operacional menos juros e taxas

$NWC_{i,t}$ – Fundo de maneiio sendo igual aos ativos correntes menos o passivo corrente e menos o caixa e equivalentes

$\widehat{MV}_{i,t}$ – valor de mercado da empresa

$CAPEX_{i,t}$ – despesas de capital divididas pelos ativos líquidos

Tal como em Dittmar e Mahrt-Smith (2007) o $\widehat{MV}_{i,t}$ é calculado através do crescimento das vendas dos últimos três anos. Primeiro, fizemos uma regressão para achar o β da regressão entre o valor de mercado da empresa e o crescimento médio das vendas dos últimos três anos, depois calculámos a estimativa do *market value* (através do produto entre o β encontrado e o crescimento das vendas dos últimos três anos).

3.6. Conclusão

Nesta contribuição, vamos verificar se o governo das sociedades influencia positivamente o valor da empresa e se um bom governo das sociedades aumenta o valor da empresa, através da detenção do excesso de tesouraria.

Para a realização do estudo, recorreremos à metodologia apresentada por Dittmar e Mahrt-Smith (2007) que consiste num modelo de dois estágios. O primeiro estágio tem o propósito de encontrar as empresas que possuem excesso de tesouraria. No fim deste estágio, retiramos da amostra inicial as empresas que não possuem excesso e procedemos à construção da variável de interação entre o governo das sociedades e o excesso de tesouraria. No segundo estágio, procedemos à regressão principal com o objetivo de verificar as nossas hipóteses.

4. Análise dos Resultados

4.1. Estatística Descritiva

Passamos agora a apresentar e a analisar as estatísticas obtidas para as diferentes variáveis usadas nas nossas regressões. Na tabela 13, são expostas estatísticas descritivas do índice do governo das sociedades, já na tabela 14 apresentamos estatísticas descritivas para as variáveis usadas na regressão, para encontrar as empresas com excesso de tesouraria, e na tabela 15 mostramos as estatísticas descritivas as variáveis usadas na nossa regressão principal. Todos os nossos dados estatísticos foram obtidos através do programa *Stata* v10.1.

Tabela 13: Estatística descritiva do índice de governo das sociedades

Variável	Mediana	Média	Desvio Padrão.	Min	Max
ISQ	5	5,071672	2,895139	0,000000	10,000000

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os índices de governo das sociedades foram obtidos através da base de dados *Bloomberg Professional*. ISQ representa *Institucional Shareholder Quickscore*,

Relativamente ao ISQ, podemos observar que possui uma média de 5,07, sendo que esta média fica mesmo junto à mediana. Possui um desvio padrão de 2,89 que nos indica que a maior parte das empresas possui valores distribuídos à volta da média.

Tabela 14: Estatística descritiva das variáveis usadas para obter as empresas com excesso de tesouraria

Variável	Mediana	Média	Desvio Padrão	Min	Max
LCASH	-2,030389	-2,221893	1,479244	-12,202250	1,477618
LNA	15,225617	15,352930	1,264386	11,902690	18,785080
FCF	0,230674	0,285385	0,300189	-0,130063	2,695266
NWC	0,144501	0,152770	0,788436	-8,703622	6,575414
CAPEX	0,091843	0,135874	0,198652	-0,001502	2,263174
$\widehat{MV}_{i,t}$	4,379635	7,926210	12,033650	0,069267	124,808900

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. LCASH representa o logaritmo do caixa e equivalentes dividido pelos ativos líquidos. LNA representa o logaritmo dos ativos líquidos. FCF representa os fluxos de caixa livres dividido pelos ativos líquidos. NWC representa o fundo de maneo dividido pelos ativos líquidos. CAPEX representa as despesas de capital dividido pelos ativos líquidos. $\widehat{MV}_{i,t}$ representa o valor de mercado da empresa, calculado através do crescimento das vendas, dividido pelos ativos líquidos.

No LCASH, podemos observar que a média está muito próxima da mediana, no entanto, temos um mínimo muito distante da média e um desvio padrão baixo, o que pode relevar a existência de valores extremos.

No LNA, a média e mediana têm valores próximos, além disso, o mínimo existente e o máximo também não estão distantes da média. Devido a um desvio padrão de 1,26, a estatística indica que a amostra possui muitas observações com valores próximos entre si.

O FCF apresenta uma estatística semelhante ao LCASH, na medida em que existe um máximo muito elevado, tendo em conta o desvio padrão existente e a média.

No NWC, existe a possibilidade de haver extremos dados, pois regista-se um mínimo e um máximo muito distante do valor médio e da mediana.

O CAPEX possui uma média próxima da mediana e um desvio padrão de 0,199. Assim, o seu máximo de 2,26 é muito superior ao que devia ser a distribuição dos dados.

O $\widehat{MV}_{i,t}$ apresenta uma mediana e média baixas (4,38 e 7,92 respetivamente) e possui um mínimo em 0,069. Tendo em conta o desvio padrão de 12,33 e a existência de um máximo bastante elevado, podemos concluir que, apesar de grande parte da amostra ter um valor baixo, existem empresas que têm valores muito altos, influenciando assim o elevado desvio padrão.

Tabela 15: Estatística descritiva das variáveis usadas na equação principal

Variável	Mediana	Média	Desvio Padrão	Min	Max
MV	1,7458788	3,2821770	14,9098300	0,1819794	253,8550000
EBEI	0,1332807	0,1402445	0,2694023	-1,4645610	1,9636280
A_EBEI	0,0124787	0,0009486	0,2122594	-1,8203260	0,9597458
F_EBEI	-0,0144996	-0,2455828	2,8296060	-22,1168800	24,9014500
CAPEX	0,0918433	0,1358739	0,1986521	-0,0015015	2,2631740
A_CAPEX	0,0104187	0,0075578	0,0903182	-0,8279510	0,4064161
F_CAPEX	0,0762943	-0,0883105	3,6551360	-61,9553300	4,1403370
DIV	0,0515491	0,0845982	0,1506096	0,0000000	2,1765040
A_DIV	0,0128700	0,0134550	0,2157182	-3,1118290	1,7972760
F_DIV	0,0431885	0,1357762	0,7869706	-1,0000000	8,0000000

Tabela 15: Estatística descritiva das variáveis usadas na equação principal (*continuação*)

Variável	Mediana	Média	Desvio Padrão	Min	Max
I	0,0286972	0,0448722	0,0652256	0,0000000	0,6055736
A_DJ	0,0012482	0,0039312	0,0320035	-0,2157237	0,2642149
F_DJ	-0,0171887	0,1793757	1,6938240	-1,0000000	26,7500000
A_NA	0,1277467	0,0934889	0,3392871	-1,8611700	2,9025640
F_NA	0,0157258	0,0110844	0,1755062	-1,2226460	0,7021414
F_MV	0,1412756	0,1427547	0,2432547	-0,4300234	0,9639644

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos através da *Datastream*. Os resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos das demonstrações de resultados das empresas. MV representa o valor de mercado da empresa dividido pelos ativos líquidos. EBEI representa o resultado antes de itens extraordinários dividido pelos ativos líquidos. A_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t a t+2 dividido pelos ativos líquidos. CAPEX representa a despesa de capital dividida pelos ativos líquidos. A_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t-2 a t dividida pelos ativos líquidos. F_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t a t+2 dividida pelos ativos líquidos. DIV representa os dividendos divididos pelos ativos líquidos. A_DIV representa a variação dos dividendos de t-2 a t divididos pelos ativos líquidos. F_DIV representa a variação dos dividendos de t a t+2 divididos pelos ativos líquidos. DJ representa as despesas com juros divididas pelos ativos líquidos. A_DJ representa variação das despesas com juros de t-2 a t divididas pelos ativos líquidos. F_DJ representa variação das despesas com juros de t a t+2 divididas pelos ativos líquidos. A_NA representa a variação dos ativos líquidos de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_NA representa a variação dos ativos de t a t+2 líquidos dividido pelos ativos líquidos. F_MV representa o valor de mercado da empresa de t a t+2 dividido pelos ativos líquidos

Devido às nossas variáveis estarem estandardizadas através da divisão pelos ativos líquidos ou logaritmo (no caso dos ativos líquidos), só é possível retirar conclusões sobre como estão distribuídas as empresas da amostra em cada variável.

Analisando a estatística das diversas variáveis, notamos que grande parte delas tem os dados bem distribuídos, visto que possuem uma média próxima da mediana e desvios padrão baixos, indicando que os dados da variável apresentam valores semelhantes. Algumas variáveis apresentam alguns valores interessantes de analisar como as variáveis MV, A_EBEI, F_EBEI, F_CAPEX, F_DIV e F_DJ.

Analisando o MV, reparamos que possui uma média superior à mediana e um desvio padrão bastante elevado, podendo significar que a variável tem muitos valores pequenos, mas também valores muito elevados.

O A_EBEI possui um desvio padrão baixo, indicando que existe uma baixa dispersão de valores em torno da média, mas a média é bastante inferior à mediana, indicando a existência de valores muito baixos.

O F_EBEI tem uma média inferior à mediana e um mínimo e um máximo com valores muito superiores ao desvio padrão, significando que podem existir alguns extremos.

No F_CAPEX, notamos que a média e a mediana estão próximas e o desvio padrão é baixo, significando uma baixa dispersão de valores, no entanto, o valor do mínimo revela-nos a existência de, pelo menos, um extremo.

No F_DIV, os valores revelam que a amostra está bem distribuída, porém existem extremos positivos, pois há um máximo muito elevado, com valor 8, tendo em conta o valor da média 0,1357762 e desvio padrão 0,7869706.

O F_DJ possui uma média e mediana próximas e um desvio padrão baixo, mostrando uma dispersão em volta da média, ainda assim, existe um máximo muito elevado de 26,75, sinalizando a presença de um extremo.

4.2. Correlação e multicolinearidade

Para verificar a correlação e a multicolinearidade entre as variáveis, usamos o coeficiente de Pearson e o VIF, *Variance Inflation Factor*.

O coeficiente de correlação de Pearson mede o grau de correlação entre duas variáveis. Este coeficiente pode assumir valores entre -1 e 1, sendo que valores próximos destes coeficientes significam correlação entre variáveis. No caso de valores próximos de -1, existe correlação negativa, ou seja, quando uma variável sobe ou desce, outra tem um comportamento contrário. Já o caso de valores próximos de 1 significa que, quando uma variável sobe ou desce, a outra segue o mesmo sentido. Os valores que consideramos ótimos são os inferiores a 0,7 ou superiores a -0,7 que significam correlações moderadas.

O VIF, *Variance Inflation Factor*, serve para medir a multicolinearidade das variáveis de uma amostra. A multicolinearidade acontece quando duas ou mais variáveis independentes estão altamente correlacionadas, sendo possível, através de uma ou várias variáveis, prever os valores de outra variável. O valor recomendado é 10. A tabela 16 apresenta os coeficientes de correlação e multicolinearidade encontrados.

Tabela 16: Tabela com os dados de correlação e multilinearidade entre as variáveis.

	EBEI	A_EBEI	F_EBEI	CAPEX	A_CAPEX	F_CAPEX	CAPEX	DIV	A_DIV	F_DIV	DJ	A_DJ	F_DJ	A_NA	F_NA	F_MV	ISQ	EXC	INTER	VIF
EBEI	1																			15.50
A_EBEI	0.8977	1																		9.68
F_EBEI	0.1119	0.0811	1																	1.22
CAPEX	0.1353	-0.0375	-0.0096	1																5.48
A_CAPEX	0.0751	0.1025	0.1824	0.0290	1															1.28
F_CAPEX	0.0124	0.0478	0.0776	-0.1413	-0.0207	1														1.20
DIV	0.6458	0.4002	0.0437	0.1653	-0.0716	-0.0821	1													6.80
A_DIV	0.0920	0.1584	-0.0039	-0.7580	-0.0456	-0.0183	0.3237	1												8.97
F_DIV	0.1385	0.1667	0.0038	-0.0814	0.0453	0.2224	-0.1010	-0.0285	1											1.34
DJ	0.0603	-0.0073	-0.0622	0.3085	-0.2653	0.0220	0.1862	-0.1591	0.0233	1										2.91
A_DJ	0.0480	0.0003	-0.0113	0.3847	-0.0702	0.0602	-0.0048	-0.4334	0.1432	0.6888	1									2.83
F_DJ	0.0103	-0.0117	0.0130	0.0249	0.0155	0.0091	0.0267	0.0040	-0.0271	-0.1041	-0.0508	1								1.07
A_NA	0.2889	0.4617	0.1463	-0.5470	0.1059	0.2281	-0.0802	0.4685	0.3025	-0.2457	-0.1721	0.0303	1							3.10
F_NA	-0.0812	-0.0151	0.2731	0.0057	-0.0551	0.0804	-0.4092	-0.3356	0.0467	0.0360	0.1193	0.0138	0.1216	1						1.81
F_MV	0.2533	0.2293	0.1464	0.0038	0.1128	0.1611	0.0567	-0.0628	0.3215	0.0295	0.0811	-0.0123	0.2460	0.1857	1					1.34
ISQ	0.0018	0.0270	0.0413	-0.0080	0.0264	0.0583	-0.0507	0.0301	0.0480	0.0374	-0.0115	0.1239	0.1132	0.0272	0.1479	1				2.63
EXC	-0.1722	-0.2138	-0.0476	0.1685	-0.2602	-0.0558	-0.1054	-0.2128	-0.0960	0.4506	0.3749	-0.1191	-0.2668	0.1436	0.0235	-0.0312	1			1.50
INTER	0.0537	0.0481	-0.0112	-0.0941	0.0674	-0.0629	0.0685	0.1228	-0.0694	-0.0140	-0.0136	-0.1801	-0.0524	-0.1363	-0.1490	-0.7536	0.0317	1		2.77

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos através da *Datastream*. Os resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos das demonstrações de resultados das empresas. MV representa o valor de mercado da empresa dividido pelos ativos líquidos. EBEI representa o resultado antes de itens extraordinários dividido pelos ativos líquidos. A_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t a t+2 dividido pelos ativos líquidos. CAPEX representa a despesa de capital dividida pelos ativos líquidos. A_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t-2 a t dividida pelos ativos líquidos. F_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t a t+2 dividida pelos ativos líquidos. DIV representa os dividendos divididos pelos ativos líquidos. A_DIV representa a variação dos dividendos de t-2 a t divididos pelos ativos líquidos. F_DIV representa a variação dos dividendos de t a t+2 divididos pelos ativos líquidos. DJ representa as despesas com juros divididas pelos ativos líquidos. A_DJ representa a variação dos dividendos de t-2 a t divididos pelos ativos líquidos. F_DJ representa a variação dos dividendos de t-2 a t divididos pelos ativos líquidos. F_NA representa a variação da despesa com juros de t a t+2 divididas pelos ativos líquidos. A_NA representa a variação dos ativos líquidos de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_NA representa a variação dos ativos de t a t+2 líquidos dividido pelos ativos líquidos. F_MV representa o valor de mercado da empresa de t a t+2 dividido pelos activos líquidos. ISQ representa o índice do governo das sociedades *Institutional Shareholders Quickscore*. EXC representa o excesso de tesouraria. INTER representa o EXC multiplicado pelo índice *Institutional Shareholders Quickscore*. VIF representa *Variance Inflation Factor*.

Analisando os coeficientes de correlação de Pearson, reparamos que não existe nenhuma correlação perfeita, no entanto, existem dois valores superiores ao desejado. O A_EBEI apresenta um valor de 0,8977, quando relacionado com a variável EBEI, e a variável INTER apresenta 0,7536, quando relacionado com ISQ. No primeiro caso, é normal existir esta correlação, pois ambas as variáveis apresentam valores relacionados com os resultados antes de itens extraordinários. No segundo, também era expectável, em virtude do INTER ser o EXC multiplicado pelo índice do governo das sociedades ISQ *Institutional Shareholders Quickscore*. Apesar de haver dois coeficientes de correlação superiores ao desejado, não são valores próximos de -1 ou 1, significando que não existe correlação perfeita, assim atestamos que o modelo é válido.

Na análise do VIF, notamos que existe multicolinearidade em apenas uma variável o CAPEX, isto pode dever-se ao facto de existirem duas variáveis que são feitas com base em dados semelhantes.

4.3. Mensuração do excesso de tesouraria – 1º Estágio

Como referido anteriormente, o nosso modelo possui 2 estágios. Neste primeiro estágio, obtivemos as empresas que possuem excesso de tesouraria. Na tabela 17, apresentamos os β obtidos na primeira regressão usada no estudo (2).

Tabela 17: Tabela com os dados obtidos na regressão (2)

Variáveis	(2)
LCASH	variável independente
LNA	.0208476
	0.831
FCF	.690521
	0.237
NWC	.4505774
	0.005***

Tabela 17 : Tabela com os dados obtidos na regressão (2) (continuação)

Variáveis	(2)
CAPEX	.6493039
	0.426
$\widehat{MV}_{i,t}$.0166623
	0.167
constante	-3.028.156
	0.063
Nº observações	293
R ²	0.0786

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. LCASH representa o logaritmo do caixa e equivalentes dividido pelos ativos líquidos. LNA representa o logaritmo dos ativos líquidos. FCF representa os fluxos de caixa livres dividido pelos ativos líquidos. NWC representa o fundo de maneo dividido pelos ativos líquidos. CAPEX representa as despesas de capital dividido pelos ativos líquidos. $\widehat{MV}_{i,t}$ representa o valor de mercado da empresa, calculado através do crescimento das vendas, dividido pelos ativos líquidos.

Após a obtenção das empresas com excesso de tesouraria, retiramos da amostra as que não possuíam o excesso, ficando uma amostra de 165 empresas. Na tabela 18, apresentamos a estatística descritiva do excesso de tesouraria encontrado e da variável de interação criada.

Tabela 18: Estatística descritiva das variáveis de excesso de tesouraria

Variável	Mediana	Média	Desvio Padrão	Min	Max
EXC	0,7253236	0,8280887	0,6172254	0,0022438	3,838796
INTER	-0.0003175	-0.0191232	0,8829068	-2,128767	1,80971

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os valores foram obtidos através de cálculo exceto o EX que resulta dos resíduos da equação (1). EXC representa o excesso de tesouraria dividido pelos ativos líquidos. INTER representa a variável de interação, sendo o excesso de tesouraria multiplicado pelo governo das sociedades.

Quanto à variável EXC, notamos que a média e a mediana estão perto e que existe um desvio padrão grande o que significa que os dados estão muito distribuídos. Também existe um máximo bastante alto, significando que algumas empresas possuem um excesso de tesouraria muito alto.

A variável de interação, INTER, possui uma média e mediana com valores próximos. O desvio padrão indica-nos que a amostra está bem distribuída em volta da média

4.4. O impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria – 2º Estágio

Seguindo a metodologia anteriormente apresentada ⁴, procedemos ao cálculo da nossa regressão para a seleção das empresas com excesso de tesouraria. Na tabela 19, apresentamos os resultados da regressão (1). Como observado na revisão de literatura anterior, é expectável que o governo das sociedades influencie positivamente o valor do excesso de tesouraria.

Tabela 19: O impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria

Variáveis	(1) ISQ
MV – variável independente	
EBEI	1,174423 0,582
A_EBEI	-0,9094666 0,688
F_EBEI	-0,0475034 0,303
CAPEX	-0,2643001 0,815
A_CAPEX	1,587317 0,080*
F_CAPEX	0,4278661 0,310
D	13,83229 0,000***
A_DIV	-3,208112 0,003***
B_DIV	0,5915055 0,031**
DJ	-3,080211 0,282
A_DJ	1,600857 0,779
F_DJ	0,0062613 0,763
A_NA	0,6629369 0,190

⁴ Ver ponto 3.5 Metodologia

Tabela 19 : O impacto do governo das sociedades no excesso de tesouraria (*continuação*)

Variáveis	(1) ISQ
F_NA	3,107523 0,000***
F_MV	-0,3375857 0,542
ISQ	0,0079996 0,841
EXC	0,2483493 0,113
INTER	0,0123832 0,928
constante	0,9985549 0,001
Nº observações	165
R ²	0.7679

Nota: Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos através da *Datastream*. Os resultados antes de itens extraordinários foram recolhidos das demonstrações de resultados das empresas. MV representa o valor de mercado da empresa dividido pelos ativos líquidos. EBEI representa o resultado antes de itens extraordinários dividido pelos ativos líquidos. A_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_EBEI representa a variação do resultado antes de itens extraordinários de t a t+2 dividido pelos ativos líquidos. CAPEX representa a despesa de capital dividida pelos ativos líquidos. A_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t-2 a t dividida pelos ativos líquidos. F_CAPEX representa a variação da despesa de capital de t a t+2 dividida pelos ativos líquidos. DIV representa os dividendos divididos pelos ativos líquidos. A_DIV representa a variação dos dividendos de t-2 a t divididos pelos ativos líquidos. F_DIV representa a variação dos dividendos de t a t+2 divididos pelos ativos líquidos. DJ representa as despesas com juros divididas pelos ativos líquidos. A_DJ representa variação das despesas com juros de t-2 a t divididas pelos ativos líquidos. F_DJ representa variação das despesas com juros de t a t+2 divididas pelos ativos líquidos. A_NA representa a variação dos ativos líquidos de t-2 a t dividido pelos ativos líquidos. F_NA representa a variação dos ativos de t a t+2 líquidos dividido pelos ativos líquidos. F_MV representa o valor de mercado da empresa de t a t+2 dividido pelos ativos líquidos. ISQ representa *Institucional Shareholder Quickscore*. EXC representa o excesso de tesouraria. INTER representa o excesso de tesouraria multiplicado pelo índice ISQ. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Numa primeira análise aos dados obtidos, verificamos que o EXC (excesso de tesouraria), o índice ISQ e a variável INTER possuem um coeficiente positivo.

4.5. Análise dos resultados

Analisando os resultados da primeira regressão, relativa ao índice ISQ, observamos que existem algumas variáveis estatisticamente significativas. No caso das variáveis que temos em foco nenhuma delas é estatisticamente significativa.

No caso da variável ISQ, que corresponde ao índice do governo das sociedades, ela possui um coeficiente de 0,0079996, não sendo estatisticamente significativa. Assim, na nossa amostra, a hipótese 1 não foi corroborada. No estudo de Kusnadi (2011), Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e Daines, *et al* (2009), encontrou-se um coeficiente positivo, no entanto, estes estudos não usam índices invertidos. Em Schauten, *et al* (2013) e Isiaka (2014), onde usam um índice invertido, obtiveram um sinal negativo e estatisticamente significativo.

Relativamente à variável EXC, notamos que possui um coeficiente positivo, mas que não é significativo. O facto de este valor ser positivo significa que empresas que possuem maiores excessos de tesouraria são avaliadas a valores superiores, ou seja, quanto maior o excesso de tesouraria, maior o valor de mercado. Esta conclusão vai de encontro com o que era esperado, pois Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e Kusnadi (2011) obtiveram resultados com sinal positivo.

A variável INTER possui um coeficiente de 0,0123832, não sendo estatisticamente significativo. Concluimos então que a nossa hipótese 2 também não se verifica. No estudo de Ku, Lee e Chen, (2013) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007), encontraram-se valores positivos e significativos para a variável de interação. Também em Schauten, *et al* (2013), onde se usa um índice invertido, se obteve um valor positivo para esta variável.

Tabela 20: Resumo dos resultados encontrados das variáveis principais em estudos sobre o mesmo tema

Autores	Ano	Governo das sociedades		Excesso de tesouraria		Variável de interação	
		Sinal	Significância	Sinal	Significância	Sinal	Significância
Dittmar e Mahrt-Smith	2007	-	Não	+	Sim	+	Sim
Ku, <i>et al</i>	2013	+	Sim	-	Não	+	Sim

Tabela 20: Resumo dos resultados encontrados das variáveis principais em estudos sobre o mesmo tema (continuação)

Autores	Ano	Governo das sociedades		Excesso de tesouraria		Variável de interação	
		Sinal	Significância	Sinal	Significância	Sinal	Significância
Schauten, <i>et al</i>	2013	-	Não	-	Não	+	Sim
Kusnadi	2011	-	Sim	+	Sim	-	Não

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta o sinal do governo das sociedades obtido no estudo. A quarta coluna refere à significância do sinal obtido pelo governo das sociedades. A quinta coluna apresenta o sinal do excesso de tesouraria obtido no estudo. A sexta coluna refere à significância do sinal obtido pelo excesso de tesouraria. A sétima coluna apresenta o sinal da variável de interação obtido no estudo. A oitava coluna refere à significância do sinal obtido pela variável de interação.

Podemos também constatar que obtivemos um R^2 bastante elevado para todas as equações, significando que o modelo usado é adequado. Podemos ver que o modelo explica cerca de 77% da variável dependente.

Outros resultados interessantes obtidos foram as variáveis DIV, F_DIV, onde se obteve resultados positivos e significativos. Estes valores indicam que a presença de dividendos no ano t e a existência de uma variação positiva nos dividendos nos anos seguintes afetam positivamente o valor de mercado da empresa. A variável A_DIV obteve um coeficiente negativo e significativo, revelando que uma variação positiva nos dividendos de t-2 a t tem um impacto negativo no valor da empresa. Achamos na variável A_CAPEX um coeficiente positivo e significativo, indicando que variações, nas despesas de capital em anos anteriores, atuam de forma positiva no valor da empresa. Realçamos ainda que variações positivas na F_NA provocam uma reação positiva no valor de mercado da empresa.

5. Conclusão

Neste estudo, usámos uma amostra de 293 empresas da Europa, onde analisámos o excesso de tesouraria e o efeito que o governo das sociedades promove no excesso de tesouraria. Após a identificação das empresas que possuíam excesso de tesouraria, retirámos as que não satisfaziam esta condição. Deste modo, com uma amostra final de 165 empresas, foram testadas duas hipóteses: um bom governo das sociedades influencia positivamente o valor da empresa e empresas com um bom governo das sociedades aumentam o valor da empresa, através da detenção de excesso de tesouraria. Como variável dependente, usámos o valor de mercado da empresa, e como medida do governo das sociedades utilizámos o índice *Institucional Shareholder Quickscore*.

Apesar das evidências empíricas anteriores que nos levaram ao estabelecimento das nossas hipóteses de estudo os resultados obtidos, no contexto geográfico Europeu, não são estatisticamente significativos, revelando que nenhuma das nossas hipóteses foi corroborada.

Este estudo contribui para a literatura existente, pois faz uma análise aos principais índices europeus, quando normalmente os estudos se focam na América do Norte e Ásia.

Uma limitação deste estudo é a subjetividade de alguns pontos que são usados na construção dos índices do governo das sociedades. No futuro, devido ao aumento da preocupação social e consciência ambiental das empresas, seria interessante estudar estas duas partes do governo das sociedades e verificar a sua importância.

6. Bibliografia

- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2006). The influence of financial and legal institutions on firm size. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2995-3015.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New Jersey: Transaction Publishers.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409–434.
- Brown, L., & Caylor, M. (2004). Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance. *Institutional Shareholder Services*.
- Cadbury, A. (1992). *The financial aspects of corporate goverance*. Burgess Science Press.
- Chen, K., Chen, Z., & Wei, K. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.
- Cremers, K. J., & Nair, V. B. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Daines, R. (2001). Does Delaware law improve firm value? *Journal of Financial Economics*, 62, 525–558.

- Daines, R., Gow, I., & Larcker, D. (2009). Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings? *Stanford University School of Law - Law & Economics Research Paper Series*, Paper No. 360.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 52(1), 135-160.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2001). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83, 599–634.
- Doidge, C., Karolyi, G., & Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics* 86, 1-39.
- Durnev, A., & Kim, E. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance* 60, 1461–1493.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Financial Management*, 139-160.
- Etheridge, T. (2015). Lessons from Institutional Shareholder Services: Governing Benefit Corporations Third-Party Standard. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 4(2), 239.
- Faleye, O. (2004). Cash and Corporate Control. *The Journal of Finance*, 59(5), 2041-2060.
- Fama, E., & French, K. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295–319.
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from U.S. cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359–384.

- Gherghina, Ș., Vintilă, G., & Tibulcă, I. (2014). A Study on the Relationship between Governance Ratings and Company Value: Empirical Evidence for S&P 100 Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 6(7), 242.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54, 1969–1997.
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87(3), 87, 535–555.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *FRBNY Economic Policy Review*.
- Isiaka, A. (2014). Corporate Governance Ratings and Firm Performance: Canadian Evidence. *Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference*.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Smith, Jr, C. W. (1985). Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. *Theory of the Firm 1.1*.
- 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.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of corporate Finance* 10, 703-728.

- Ku, C., Lee, T.-H., & Chen, H. (2013). Excess Cash Holding and Corporate Governance: A Comparative Study of Taiwan and Mainland China Firms. *International Journal of Humanities and Social Science*, 21(3), 53-70.
- Kuan, T.-H., Li, C.-S., & Liu, C.-C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach. *International Review of Economics & Finance* 24, 303-314.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal* 19, 554–570.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 87(3), 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1996). Law and Finance. *NBER working paper series 5661*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lemmon, M., & Lins, K. (2001). Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *William Davidson Working Paper Number 393*.
- Lins, K. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-184.
- Matusaka, J. (1993). Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave. *The RAND Journal of Economics*, 24(3), 357-379.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64, 215–241.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

- OCDE. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2002). What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings. *Working Paper*.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Schauten, M. B., Dijk, D. v., & Waal, J.-P. v. (2013). Corporate governance and the value of excess cash holdings of large European firms. *European Financial Management* 19, 991-1016.
- Shleifer, A., & Vishy, R. (1986). Large Shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., & W. Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* , 52(2), 737-783.
- W. Lorsch, J. (2013). America's Changing Corporate Boardrooms: The Last Twenty-Five Years. *Harvard Business Law Review*, 3, 119.
- W. Lorsch, J., & MacIver, E. (1989). *Pawns and potentates : the reality of America's corporate boards*. Harvard Business School.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

