



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

*O governo das sociedades e a política de dividendos
na Europa Ocidental*

Laurie Marques

Leiria, setembro de 2013



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

*O governo das sociedades e a política de dividendos
na Europa Ocidental*

Laurie Marques

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

Leiria, setembro de 2013

À Minha Família

Agradecimentos

Esta dissertação foi mais uma etapa na minha formação acadêmica. Não teria sido possível sem o apoio destas pessoas, a quem gostaria de deixar gravadas umas palavras de agradecimento.

À Professora Doutora Maria João Jorge, que me deixou sempre livre de efetuar o trabalho ao meu ritmo, um grande obrigado pela partilha de conhecimentos, pela orientação que foi dando a esta dissertação, pelos seus conselhos. À Professora Doutora Natália Canadas, agradeço a sua disponibilidade e conselhos.

Aos meus amigos, em especial às minhas colegas de mestrado, que foram de extrema ajuda nesta etapa, um sincero agradecimento pela força e motivação.

Ao Marc, que esteve sempre presente ao meu lado, para me tranquilizar e dar coragem nos momentos mais difíceis. Um obrigado pela sua paciência e pelo seu amor.

À minha família, em especial aos meus pais, que sempre me proporcionaram as melhores condições para seguir o meu percurso académico. Serei eternamente grata pelo amor e motivação que me transmitem todos os dias. A vós dedico este trabalho.

Resumo

O principal objetivo deste trabalho, é entendermos melhor a relação que une o governo das sociedades e a política de dividendos. Estes encontram-se ligados de forma intrínseca, dado que o governo das sociedades tem como principal objetivo diminuir os conflitos de agência entre gestores e investidores. O governo das sociedades, através de todo um conjunto de mecanismos, procura fazer com que os investidores consigam um melhor retorno sobre os seus investimentos.

Assim, demonstramos que efetivamente, para 413 empresas de Europa Ocidental, o governo das sociedades tem um verdadeiro impacto na política de dividendos. Por um lado, empresas com níveis elevados de governo das sociedades têm tendência a distribuir mais dividendos e empresas com elevados níveis de *performance* e de grande dimensão também têm tendência a distribuir mais dividendos. Por outro lado, se as empresas estiverem num clima com fortes oportunidades de crescimento, então tenderão a distribuir menos dividendos. Também analisamos os possíveis problemas de endogeneidade entre o governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos através de uma abordagem por equações simultâneas.

Palavras-chave: Governo das sociedades, Política de dividendos, Europa Ocidental

Abstract

The main objective of this dissertation is to understand better the relationship between corporate governance and dividend policy. The link between corporate governance and dividend policy is evident because the central purpose of corporate governance is to mitigate agency conflicts between managers and investors. So, through a set of mechanisms, the corporate governance, try to make that investors achieve a better return on their investments.

Thus, we demonstrate that effectively, in a sample of 413 firms from Western Europe, that corporate governance has a real impact on dividend policy. On one hand, firms with stronger corporate governance have higher dividend payouts and firms with higher profitability and size tend to have higher dividend payouts too. On the other hand, when firms have greater growth opportunities they tend to retain cash, so have lower dividends payouts. Finally we made a two-stage least squares approach to analyze the possible problem of endogeneity between corporate governance index and the dividend payout ratio.

Key-words: Corporate governance, dividend policy, Western Europe

Índice de Quadros

- Quadro 2.1: Evidência empírica sobre a relação entre o governo das sociedades e a distribuição de dividendos
- Quadro 3.1: Seleção da amostra
- Quadro 3.2: Composição da amostra por país
- Quadro 3.3: Composição da amostra por indústria
- Quadro 3.4: Definição das variáveis
- Quadro 3.5: Categorias e itens do CGQ
- Quadro 3.6: Estatísticas descritivas por país
- Quadro 3.7: Síntese das hipóteses e variáveis utilizadas
- Quadro 4.1: O índice de governo das sociedades e a política de dividendos
- Quadro 4.2: As medidas de governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) e a distribuição de dividendos
- Quadro 4.3: O efeito da interação entre as componentes do governo das sociedades (relativas ao país e às empresas) na política de dividendos
- Quadro 4.4: Validade e ausência de endogenidade dos instrumentos
- Quadro 4.5: Compilação dos resultados das hipóteses

Lista de Siglas

ADR	-	American Depositary Receipts
CGQ	-	Corporate Governance Quotient
CLSA	-	Credit Lyonnais Securities Asia
G	-	G Index
GMI	-	Governance Metrics International
ICB	-	Industry Classification Benchmark
ICLG	-	Institute for Corporate Law and Governance
ISS	-	Institutional Shareholder Services
OCDE	-	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
RAJI	-	Resultado Antes dos Juros e Impostos
RID	-	Russian Institute of Director
ROA	-	Return on Assets
S&P	-	Standard & Poor's
TCL	-	The Corporate Library

Índice

AGRADECIMENTOS	III
RESUMO	V
ABSTRACT	VII
ÍNDICE DE QUADROS	IX
LISTA DE SIGLAS	XI
INTRODUÇÃO	1
1.1 MOTIVAÇÃO	1
1.2 OBJETIVOS	2
1.3 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	3
REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1 INTRODUÇÃO	5
2.2 GOVERNO DAS SOCIEDADES	6
2.2.1 CONCEITO E EVOLUÇÃO	6
2.2.2 O GOVERNO DAS SOCIEDADES NA EUROPA OCIDENTAL	7
2.2.3 MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES	9
2.2.3.1 MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES RELATIVAS ÀS EMPRESAS.....	9
2.2.3.2 MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES RELATIVAS AO PAÍS.....	13
2.2.4 O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A TEORIA DOS CUSTOS DE AGÊNCIA	14
2.3 O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	15
2.3.1 MODELOS DE AGÊNCIA DE DIVIDENDOS	16
2.3.2 EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....	16
2.4 CONCLUSÕES	19
METODOLOGIA	21
3.1 INTRODUÇÃO	21
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS	22
3.2.1 SELEÇÃO E COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA	22
3.2.2 RECOLHA DOS DADOS	24
3.2.3 MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES	27
3.2.3.1 <i>Medidas de governo das sociedades relativas às empresas</i>	27
3.2.3.2 <i>Medidas de governo das sociedades relativas ao país</i>	29
3.2.4 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	31
3.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	36
3.3.1 O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	38
3.3.2 AS OPORTUNIDADES DE CRESCIMENTO E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.....	40
3.3.3 AS MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES (RELATIVAS ÀS EMPRESAS A AO PAÍS) E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	42

3.3.3.1 <i>As implicações das componentes do governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) na política de dividendos</i>	42
3.3.3.2 <i>O efeito da interação entre as componentes do governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) na política de dividendos</i>	44
3.3.4 A ENDOGENEIDADE ENTRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	46
3.4 CONCLUSÕES	47
DISCUSSÃO DE RESULTADOS	49
4.1 INTRODUÇÃO.....	49
4.2 O ÍNDICE DE GOVERNO DAS SOCIEDADES E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	49
4.3 AS MEDIDAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES (RELATIVAS ÀS EMPRESAS A AO PAÍS) E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	51
4.4 A CAUSALIDADE REVERSA ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNO DAS SOCIEDADES E O RÁCIO DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	53
4.5 CONCLUSÕES	55
CONCLUSÃO	57
5.1 SÍNTESE DAS CONCLUSÕES	57
5.2 CONTRIBUIÇÕES.....	58
5.3 LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

Introdução

1.1 Motivação

O governo das sociedades tem como principal objetivo ajudar os investidores a conseguir o maior retorno sobre o seu investimento, para isso dispõe de um conjunto de mecanismos (internos e externos à empresa) (Shleifer e Vishny, 1997). Por outras palavras, o governo das sociedades serve para alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos investidores de forma que os gestores procurem maximizar o valor da empresa para os investidores (Denis e McConnell, 2003).

O interesse pelo governo das sociedades foi crescendo ao longo dos anos, devido à separação entre a propriedade e a gestão, sendo que os interesses destes atores acabam por divergir. Tornou-se complicado para os investidores controlar os atos dos gestores, e em teoria, o governo das sociedades vem responder a essa necessidade, tentar seguir da melhor forma os interesses de todos os intervenientes. A proliferação da pesquisa nesta área deve-se, essencialmente, ao desenvolvimento da teoria da agência (Denis e McConnell, 2003). Foi, em parte, o facto de o governo das sociedades procurar resposta aos conflitos entre investidores e gestores que fomentou o interesse da pesquisa.

Por um lado, Jiraporn e Ning (2006) evidenciam que o governo das sociedades é um fator determinante da distribuição dos dividendos. O principal objetivo dos investidores é conseguir um maior retorno e um dos objetivos do governo das sociedades é ajudar os investidores a atingirem esse retorno. Por retorno, entendemos não só a distribuição de dividendos no presente mas também a maximização do valor da empresa com vista a uma distribuição futura. Por isso, tentamos verificar se efetivamente o governo das sociedades está relacionado com a política de dividendos da empresa. Esta análise já foi efetuada por Mitton (2004) num estudo que compreende os mercados emergentes. Relativamente ao caso da Europa Ocidental ainda não se conhece a existência de evidência empírica.

Por outro lado, também os dividendos são entendidos como uma forma de reduzir as divergências entre gestores e investidores (Easterbrook, 1984; Jensen e Meckling, 1976). Assim o nosso objetivo é verificar se o governo das sociedades ajuda a reduzir efetivamente os conflitos de agência via distribuição de dividendos.

1.2 Objetivos

O nosso objetivo principal é demonstrar a importância do governo das sociedades na política de dividendos das empresas da Europa Ocidental. Para isso, utilizamos uma amostra composta por 413 empresas de 17 países diferentes, no ano de 2010. Analisamos várias questões, sendo a principal o impacto do índice do governo das sociedades no rácio de distribuição de dividendos. Procuramos demonstrar que perante um índice de governo das sociedades elevado, a distribuição de dividendos também se torna maior. Assim, os investidores conseguirão extrair mais facilmente os resultados da empresa graças a um bom governo das sociedades. Também analisamos o impacto das medidas de governo das sociedades implementadas pelo país (o índice agregado, o nível de proteção dos investidores e a base legislativa) na política de dividendos e o impacto das medidas de governo das sociedades implementadas pelo país na política de dividendos quando associadas ao índice de governo das sociedades.

Neste estudo consideramos as medidas de governo das sociedades implementadas pela empresa (o índice de governo das sociedades) e as medidas inerentes ao país onde as empresas se encontram sediadas (a base legislativa do país e o índice agregado do nível de proteção dos investidores). O objetivo é tentar perceber se na nossa base empírica elas são complementares ou substitutas. Alguns autores demonstraram que estas se complementam (Mitton, 2004), outros que se substituem, quando analisam o seu impacto no valor de mercado da empresa (Durnev e Kim, 2005; Klapper e Love, 2004).

1.3 Estrutura da dissertação

Esta dissertação encontra-se dividida em mais quatro capítulos principais, que são, a revisão da literatura tida como mais pertinente; a amostra, dados e metodologia; a discussão dos resultados e finalizamos com uma conclusão.

A revisão da literatura encontra-se dividida em dois pontos. No primeiro ponto abordam-se as principais questões relacionadas com o governo das sociedades e no segundo ponto as questões sobre a relação do governo das sociedades com a política de dividendos. Relativamente ao governo das sociedades abordamos a evolução do conceito de governo das sociedades, alguns dos diferentes índices de governo das sociedades existentes na literatura e a materialização da relação entre o governo das sociedades e a teoria da agência. Relativamente à relação entre o governo das sociedades e a política de dividendos, abordamos alguns dos estudos que já foram realizados na literatura e os modelos de agência dos dividendos.

O ponto sobre a metodologia engloba a seleção da amostra e tratamento dos dados e a definição das hipóteses. Neste ponto descrevemos todo o processo de seleção da amostra, definimos as variáveis e apresentamos as estatísticas descritivas das mesmas. Também descrevemos em pormenor o índice de governo das sociedades de que nos servimos para este trabalho. De seguida definimos os modelos e respetivas hipóteses a testar. O principal objetivo deste estudo é demonstrar a ligação entre o governo das sociedades e a política dos dividendos, mas surgem outras questões relacionadas com esta temática. Por isso, procedemos também a outras análises. Procuramos entender a relação entre as oportunidades de crescimento da empresa e a distribuição dos dividendos, quando estas oportunidades de crescimento se encontram relacionadas com o índice de governo das sociedades. Por fim analisamos o impacto das medidas de governo das sociedades relativas ao país no rácio de distribuição de dividendos e a possibilidade de causalidade reversa entre o índice de governo das sociedades e a distribuição dos dividendos.

Na discussão dos resultados, apresentamos os resultados dos testes empíricos efetuados e as ilações que retiramos dos mesmos. Procede-se também à comparação dos resultados do presente estudo com os estudos já existentes na literatura.

Por fim, apresentamos uma síntese das conclusões do trabalho, bem assim como o nosso contributo para a literatura nas diferentes temáticas, as limitações do nosso estudo e as perspectivas para pesquisas futuras.

Revisão da literatura

2.1 Introdução

A teoria da agência foi fundamental para o desenvolvimento da temática do governo das sociedades. A relação entre os gestores e os investidores é exatamente a definição de uma relação de agência (Jensen e Meckling, 1976).

O governo das sociedades existe para promover algum equilíbrio e controle entre os investidores e os gestores e assim tentar diminuir os conflitos de agência entre eles (Jiraporn, Kim e Kim, 2011). Seguindo este pensamento, empresas com elevados níveis de governo das sociedades tendem a menos conflitos de agência. Os gestores seguem assim mais facilmente os interesses dos investidores e aspiram a otimizar a política de distribuição dos dividendos. Já foi demonstrado que o governo das sociedades tem um impacto positivo na política de dividendos (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, e Vishny, 2000; Mitton, 2004). Mas também existem estudos que encontraram sustentação para o contrário (por exemplo, Jiraporn e Ning, 2006; John e Knyazeva, 2006).

A revisão da literatura encontra-se dividida em três pontos, o governo das sociedades, a sua relação com a política de dividendos e finalmente uma conclusão. O ponto sobre o governo das sociedades versa sobre o conceito e a evolução do governo das sociedades, e sobre a relação entre o governo das sociedades e a teoria da agência. Por sua vez, o ponto sobre a relação entre o governo das sociedades e a política de dividendos abrange os diversos estudos que já foram realizados e os modelos de agência dos dividendos.

2.2 Governo das sociedades

2.2.1 Conceito e evolução

O governo das sociedades teve uma explosão de pesquisas relativamente recente, no entanto, podemos afirmar que tem as suas origens com Smith (1776), quando este evidencia os potenciais conflitos de interesse entre proprietários e gestores. Na verdade, foi apenas a partir dos anos setenta/oitenta com o trabalho de Jensen e Meckling (1976), que o interesse pelo governo das sociedades foi crescendo.

Denis e McConnell (2003) apresentam duas principais gerações de pesquisas em torno do governo das sociedades. Enquanto que na primeira geração o objetivo era compreender o impacto do governo das sociedades na rendibilidade e na tomada de decisões, na segunda geração deu-se mais importância às componentes externas do governo das sociedades, tanto ao índice agregado do nível de proteção dos direitos dos acionistas como à base legislativa do mercado de capitais de cada país. As primeiras pesquisas efetuadas sobre o tema focalizaram-se sobre um único país, principalmente os Estados Unidos da América, e posteriormente, o Japão, a Alemanha e a Inglaterra. Não existiam ainda comparações entre países e explicações para as diferenças encontradas de país para país. Desta forma, Denis e McConnell (2003) situam o início da segunda geração de pesquisas no trabalho de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998). Góis (2009) situa o início do interesse pelo governo das sociedades em Portugal, por volta de 1999, o que vai ao encontro de Denis e McConnell (2003). O estudo de Gugler e Yurtoglu (2003), sobre o governo das sociedades na Alemanha, também nos permite afirmar que é uma temática que ainda não foi estudada de forma exaustiva para o caso europeu.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), o governo das sociedades está diretamente relacionado com os meios que os investidores têm para garantir um retorno sobre o seu investimento nas empresas. Esta definição foi posteriormente utilizada por vários autores em trabalhos recentes sobre governo das sociedades (por exemplo, Aggarwal, Erel, Stulz e Williamson, 2009; Denis e McConnell, 2003; Doidge, Andrewkarolyi e Stulz, 2007; Durnev e Kim, 2005; Mitton, 2004).

Denis e McConnell (2003), por sua vez, definem governo das sociedades como um conjunto de mecanismos que influenciam os interesses dos gestores de forma a

tomarem decisões que maximizem o valor da empresa para os investidores. Os mecanismos do governo das sociedades dividem-se em dois grupos, os mecanismos internos e externos à empresa. Os mecanismos internos são próprios de cada empresa e são influenciados pelas escolhas relativas a atributos de governo das sociedades e às políticas estabelecidas. Os mecanismos externos caracterizam-se pelo país onde se insere a empresa e incluem as leis, a cultura e as normas de cada país (Aggarwal *et al.*, 2009). Doidge *et al.* (2007), no seu trabalho, demonstraram que os mecanismos externos têm uma importância significativa na qualidade do governo das sociedades, podendo explicar até 73% de variação dos índices de governo das sociedades.

O governo das sociedades também pode ser uma ferramenta à disposição dos acionistas minoritários. Permite-lhes a salvaguarda da expropriação promovida pelos gestores e acionistas majoritários (Mitton, 2002). Em suma, as várias definições confluem para a preservação do investimento e dos interesses dos investidores.

2.2.2 O governo das sociedades na Europa Ocidental

A OCDE, no seu relatório,¹ realizado em 1999 e revisto em 2004, enuncia um conjunto de Princípios sobre o governo das sociedades. Estes Princípios incidem de uma forma geral sobre os conflitos que se geram entre a propriedade e a gestão. Contudo, o relatório também evidencia que, dependendo do país, os conflitos poderão surgir da relação entre acionistas majoritários e minoritários. Esta temática será objeto de tratamento no terceiro ponto deste capítulo. Os Princípios enunciados no relatório da OCDE não são mais do que um conjunto de boas práticas e linhas orientadoras, que são depois adaptadas a cada país e região.

Estes Princípios foram considerados como uma das doze normas fundamentais para sistemas financeiros sólidos. O relatório foi revisto em 2004 de modo a incorporar a experiência e a atualizar todas as necessidades dos intervenientes. O governo das sociedades é um tema de atualidade e à medida que se foi desenvolvendo, foi crescendo a importância que este tem na estabilidade dos mercados financeiros, nos investimentos e no crescimento económico.

Os Princípios desenvolvidos pela OCDE foram pensados para sociedades de capital aberto ao público. No entanto, todas as empresas se encontram ligadas ao

¹ Vidé, *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades* em 2004

governo das sociedades por isso, os princípios podem ser adaptados a qualquer empresa. Em relação aos países o mesmo se passa, apesar de existirem Estados-Membros da OCDE, os princípios podem ser adaptados a qualquer país terceiro. Estes foram elaborados de forma a serem sucintos e compreensíveis, são um ponto de referência, um conjunto de boas práticas sobre o governo das sociedades. Os Princípios pretendem conferir sugestões, bem como, linhas de orientação a todos os intervenientes do governo das sociedades, desde as bolsas de valores, investidores, empresas, entre outros.

Não há conhecimento de um modelo perfeito de governo das sociedades. Mas a OCDE conseguiu identificar elementos fundamentais e convenientes a todos os Estados de forma a obter um bom governo das sociedades. O governo das sociedades possui uma grande importância em relação aos conflitos de agência. Este deve encontrar formas de todos os intervenientes prosseguirem os interesses dos acionistas e da empresa. Assim, os Princípios apresentados focam-se nos conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Os Princípios já foram revistos uma primeira vez e irão ser revistos aquando de mudanças significativas na envolvente, de forma a continuarem atualizados e a serem de máxima utilidade para todos. Num mundo em constante movimento devemos estar preparados para novos desafios e oportunidades.

Os Princípios desta nova versão do relatório retratam seis aspetos relacionados com o governo das sociedades. As áreas envolvidas vão desde os direitos dos acionistas, a divulgação de informação e transparência, até às responsabilidades do órgão de administração. Os princípios são os seguintes:

1. “O enquadramento do governo das sociedades deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 17)
2. “O enquadramento do governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 18)

3. “O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 20)
4. “O enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 21)
5. “O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 22)
6. “O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização do órgão de administração perante a empresa e os seus acionistas.” (Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, p. 24)

2.2.3 Medidas de governo das sociedades

2.2.3.1 Medidas de governo das sociedades relativas às empresas

Em relação aos índices de governo das sociedades, depois de analisada a literatura, constatamos que existem várias agências de *rating* de governo das sociedades que são utilizadas em diferentes estudos. Para Ertugrul e Hegde (2009) e Epps e Cereola (2008), existem quatro principais agências de *rating* de governo das sociedades no

mercado dos Estados Unidos, são estas, *The Corporate Library* (TCL), *Institutional Shareholder Services* (ISS), *Governance Metrics International* (GMI), e *Standard & Poor's* (S&P). Para os mercados emergentes, o índice que mais frequentemente é utilizado na literatura sobre esta temática é o índice disponibilizado pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) (Chen, Chen e Wei, 2003; Durnev e Kim, 2005; Mitton, 2004; Palepu, Kogan e Khanna, 2002). No entanto, existem muitos outros índices que são utilizados e/ou criados dependendo do que se pretende estudar e da amostra que for considerada. Iremos apresentar os índices existentes na literatura.

O índice disponibilizado pelo CLSA é específico de mercados emergentes, mais especificamente, vinte e cinco países na Ásia, América Latina e Europa do Leste, o que representa cerca de 495 empresas. Esta agência utiliza cinquenta e sete perguntas fechadas divididas em sete categorias, a disciplina de gestão, a transparência da contabilidade / divulgação, a independência do conselho de administração, a responsabilidade do conselho de administração, os cargos, o tratamento equitativo dos acionistas e a preocupação social (Chen *et al.*, 2003; Durnev e Kim, 2005; Mitton, 2004; Palepu *et al.*, 2002; Klapper e Love, 2004). Alguns autores salientaram que este índice é sujeito a muita subjetividade (Durnev e Kim, 2005; Palepu *et al.*, 2002). Contudo não deixa de ser o mais utilizado nas análises efetuadas para mercados emergentes.

Em 2010, o GMI e o TCL procederam a uma fusão². O índice resultante, não é mais do que uma conjugação de ambos os índices já existentes. Em relação à concretização do índice, este reflete-se tanto numericamente, de 1 a 100, como de A a F como existia no índice do TCL. Esta nova agência agrupa todos os clientes das duas agências separadas. Para uma melhor perceção iremos apresentar uma síntese dos dois índices.

TCL desenvolveu em 2003 o *Rating Board Effectiveness*, mais conhecido por *TCL Rating*. Este índice é composto por quatro categorias principais: a estrutura da administração, a contabilidade, a remuneração do diretor executivo e a proteção a aquisições. O resultado deste índice é uma classificação em cinco categorias, A, B, C, D e F, sendo A as empresas que têm uma administração mais eficaz e F as empresas que têm uma administração menos eficaz. Esta agência apresenta índices para mais de 2000 empresas norte-americanas, entre elas, companhias de seguros, investidores

² Para mais informações, consultar o *site* <http://www2.gmiratings.com/>.

institucionais, empresas de advocacia, bancos de investimento, universidades e empresas públicas. (Epps e Cereola, 2008; Ertugrul e Hegde, 2009)

O GMI foi fundado em 2000 e o seu índice é composto por 600 variáveis divididas em 7 categorias (Epps e Cereola, 2008). Estas englobam a remuneração do diretor executivo, os direitos dos acionistas, a divulgação de informações financeiras, entre outros. O índice abrange cerca de 3400 empresas em todo o mundo e classifica as empresas numa escala de 1 a 100. O GMI fornece também uma avaliação do mercado doméstico, ou seja, uma comparação de uma empresa com todas as outras de um mesmo país (Ertugrul e Hegde, 2009).

O índice disponibilizado pela S&P é composto por 4 categorias diferentes. Estas são, a transparência financeira e a divulgação de informação, a estrutura da administração e gestão, a estrutura da propriedade e as relações com os investidores. Para cada item, se a divulgação se verifica, então é contabilizado 1, se não for o caso, então é 0. A pontuação é o somatório de cada item que é posteriormente convertido numa percentagem. Este índice engloba países desenvolvidos e emergentes (Doidge *et al.*, 2007; Epps e Cereola, 2008). Durnev e Kim (2005) consideram este índice como um indicador de transparência mais do que um índice efetivo de governo das sociedades, dado que se baseia em números de divulgação efetuados por cada empresa. Existe outro índice da S&P, mais completo mas este só é disponibilizado se a empresa em causa o quiser divulgar (Black, Love e Rachinsky, 2006).

Gompers, Ishii e Metrick, (2003), criaram um índice de governo das sociedades denominado por *G Index* (G) que traduz os direitos dos investidores. Este índice engloba 24 itens de governo das sociedades classificadas em 5 categorias (práticas para retardar as ofertas hostis; proteção dos direitos dos administradores e diretores: direitos de voto; outras medidas anti-OPA; legislação estatal). Para cada item é adicionado um ponto se o item restringe os direitos dos investidores (conferindo assim mais poder ao órgão de gestão). O índice representa-se numa escala de 0 a 24, considerando que se $G \leq 5$ então a empresa tem um governo das sociedades dito “democrático” o poder está nas mãos dos investidores. Por outro lado se $G \geq 14$, então a empresa tem um governo das sociedades dito “ditatorial”, o poder está nas mãos dos órgãos de gestão.

Para as empresas russas existe o índice disponibilizado pelo banco de investimento *Brunswick Warburg* desde 1999. O índice traduz-se numa escala de 0 a 60 e estuda sete dimensões; a divulgação e transparência; o aumento de capital através da emissão de novas ações; os preços de extração e transferência de ativos; a diluição

através de fusões e reestruturações; a falência; os limites à propriedade estrangeira; a atitude da gestão para com os acionistas; o secretário afiliado à empresa. (Black, Love e Rachinsky, 2006). Black *et al.* (2006), utilizam um agregado de vários índices que englobam as empresas russas (índice de *Burnswick*, índice de *Troika Dialog*, *Russian Institute of Director (RID)*, *Institute for Corporate Law and Governance (ICLG)* e os índices da S&P). Assim, os autores convertem os índices de forma a torná-los comparáveis e constroem dois índices. Um índice de média trimestral, que é a média dos índices de cada empresa para cada trimestre e um índice agregado que contém todos os índices para cada empresa.

Allayannis, Lel e Miller (2012) utilizam 24 itens que englobam 7 categorias de governo das sociedades para construir um índice que traduz o nível de medidas de proteção dos investidores para empresas dos Estados Unidos da América, escala de 0 a 7, representando o 7 o melhor governo das sociedades. O índice constrói-se adicionando 1 ponto por cada item satisfeito. Os itens são os seguintes:

- A inexistência de grandes investidores que participem na gestão interna da empresa;
- A existência de grandes investidores externos;
- A existência de investidores institucionais;
- A separação das funções de presidente do conselho de administração e de presidente da comissão executiva;
- Os direitos de cash-flow dos maiores investidores que estão na gestão são superiores à média;
- Os direitos de voto dos maiores investidores que estão na gestão são inferiores à média;
- Não existe discrepância entre os direitos de cash-flow e os direitos de voto dos maiores investidores.

Existe outro índice muito similar ao de Allayannis *et al.* (2012), o de Lel (2012). O índice é construído exatamente da mesma forma, são definidos 7 itens de governo das sociedades concentrados em duas dimensões (a propriedade e a estrutura do conselho de administração) e acrescenta-se 1 ponto por cada item satisfeito. Os itens tidos em conta são os seguintes:

- A separação de presidências do conselho de administração e da comissão executiva;

- A não existência de discrepância entre os direitos de cash-flow e os direitos de voto dos maiores investidores presentes na administração;
- A não existência de ações com diferentes direitos de voto;
- A existência de pelo menos um grande acionista (classificam grandes acionistas como aqueles que detém pelo menos 10% das ações emitidas) sem assento na administração e sem a qualidade de acionista institucional;
- A existência de investidores institucionais;
- A inexistência de grandes acionistas qualificados de “familiares”;
- A inexistência de ações na posse do estado.

O índice criado pelo ISS, denominado *Corporate Governance Quotient (CGQ)*, é composto por 61 itens individuais e 3 medidas resultantes da combinação de vários itens individuais entre si. O índice traduz-se numa escala de 1-100 e já foi utilizado por vários autores (por exemplo, Bauer, Eichholtz e Kok, 2009; Brown e Caylor, 2006, 2008). Este índice torna-se mais completo e representativo do nível de governo das sociedades do que o índice criado por Gompers *et al.* (2003) (Bauer *et al.*, 2009). O índice já foi utilizado por alguns autores com apenas as variáveis mais específicas. Brown e Caylor (2006, 2008) utilizaram 51 itens de 7 categorias diferentes e concluíram que este índice modificado está positivamente relacionado com o valor da empresa e que 5 dos 7 itens que estão relacionados de forma significativa com o valor da empresa ainda não tinham sido considerados pela literatura relativamente ao valor da empresa. O índice está descrito com mais pormenor no capítulo da metodologia pois é este que utilizamos na parte empírica deste trabalho.

2.2.3.2 Medidas de governo das sociedades relativas ao país

La Porta *et al.* (2000) referem que uma das chaves para resolver conflitos de interesse é a legislação. Dado que, a legislação confere aos investidores alguns poderes para proteger o seu investimento. Os autores referem que é a existência destas medidas de proteção dos investidores que explica o interesse em ser acionista minoritário. Klapper e Love (2004) evidenciaram que fracas medidas de proteção dos investidores podem ser compensadas até um certo ponto por medidas de governo das sociedades implementadas internamente por cada empresa.

A proteção dos investidores depende em parte da base legislativa de cada país. Para facilitar, escolhemos utilizar a nomenclatura anglo-saxónica. Aqui, definem-se então dois grandes grupos, os países com origem na *common law* e os países com origem na *civil law*. Os países com origem na *common law* tendem a proteger mais os investidores do que os países com origem na *civil law*. A aplicação das leis também diferem de país para país e é maior nos países com origem na *common law*. Alguns países desenvolveram mecanismos para compensar as falhas nos sistemas legais como por exemplo obrigar as empresas a distribuir uma parte dos resultados (La Porta *et al.*, 1998).

Existe outra medida de proteção dos investidores que é bastante utilizada, o índice agregado de nível de proteção dos investidores minoritários face ao poder da gestão e dos acionistas majoritários, construído por La Porta *et al.* (1998). Estes dois tipos de conflito são os mais importantes e dependem da estrutura de propriedade em que nos focamos (Gugler e Yurtoglu, 2003). Na grande maioria dos países da Europa Ocidental, a estrutura de propriedade é concentrada, pelo que se caracteriza por grandes acionistas, majoritários. Assim, entende-se que o conflito entre acionistas majoritários e os gestores é visivelmente diminuído. Sendo acionistas majoritários pressupõe-se que estes têm poder para exercer os seus direitos. Mesmo assim e seguindo a ideia expressa por La Porta *et al.* (2000), o conflito é reduzido mas continua a existir, pois se deixasse de existir voltaríamos a Miller e Modigliani (1961), onde a política de dividendos não tem relevância. Assim, é muito importante ter em conta estes conflitos de agência.

Este índice reflete o nível de proteção dos investidores através de uma escala de 0 a 6, sendo 0 a designação de um fraco nível de proteção dos investidores e 6 a designação de um elevado nível de proteção dos investidores. O índice engloba seis variáveis que são evidenciadas no ponto da metodologia dado que utilizamos este índice no nosso estudo.

2.2.4 O governo das sociedades e a teoria dos custos de agência

O conceito de governo das sociedades encontra-se ligado de forma intrínseca à teoria da agência através da noção de relação de agência definida por Jensen e Meckling (1976). Os autores definem uma relação de agência como sendo “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) confere a outra pessoa (o agente) a realização de

algum tipo de serviço e para isso delega ao agente alguma autoridade para poder tomar decisões”. Segundo os autores, sendo ambos (principal e agente) maximizadores de utilidade, supõe-se que nem sempre o agente irá atuar de forma a satisfazer os interesses do principal.

Existem, no entanto, algumas formas de tentar controlar os atos do agente para que este sirva os interesses do principal. Estas formas de controlo têm um custo, denominado de custo de agência. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como sendo o resultado dos custos de supervisão efetuados pelo principal, das despesas com a obtenção de garantias pelo agente e das perdas residuais, definidas como as perdas de riqueza do principal devido a comportamentos pelo agente que se afastem dos interesses do principal. Easterbrook (1984) debruçou-se sobre esta temática e refere que alguma literatura define os gestores como agentes imperfeitos. Easterbrook (1984) procurou saber de que forma é que os objetivos dos gestores se poderiam tornar coincidentes com os objetivos dos investidores. Com esta finalidade definiu dois principais custos de agência, já apontados por Jensen e Meckling (1976). Primeiro, os custos inerentes às medidas implementadas para controlar as atividades dos gestores, custo este totalmente suportado pelos investidores. Já o segundo está relacionado com a aversão ao risco dos gestores, ou seja, os gestores irão preferir projetos mais seguros a projetos mais arriscados, pois também eles têm uma parte da sua riqueza na empresa (através do seu posto e reputação) que querem preservar. Assim sendo, a rendibilidade será menor, o que contraria as preferências dos investidores, uma vez que estes prefeririam projetos mais rentáveis.

2.3 O governo das sociedades e a política de dividendos

O governo das sociedades já foi descrito anteriormente como um conjunto de mecanismos que influenciam os interesses dos gestores de forma a maximizarem o valor da empresa para os investidores (Denis e Mcconnell, 2003). Por outras palavras, o governo das sociedades tem uma influência direta nas relações entre investidores e gestores. Assim, os gestores tendem a alinhar as suas ações com os objetivos e interesses dos investidores. Para os investidores é fundamental proteger o seu investimento e maximizar o seu valor. Desta forma, sugere-se que a relação entre o governo das sociedades e a política de distribuição dos dividendos seja positiva.

Este ponto encontra-se dividido em duas partes. Uma primeira que analisa os dois principais modelos de agência de dividendos existentes na literatura e uma segunda parte onde expomos os diferentes estudos empíricos que analisaram esta questão.

2.3.1 Modelos de agência de dividendos

Os modelos de agência de dividendos aparecem como linhas de percepção sobre a relação entre o governo das sociedades e a política de dividendos. La Porta *et al.* (2000) apresentam dois modelos de agência de dividendos, o modelo do resultado e o modelo do substituto. O modelo do resultado encara os dividendos como o resultado das medidas de proteção dos investidores, ou seja, os acionistas minoritários utilizam as medidas de proteção colocadas ao seu dispor para retirarem dividendos da empresa. O modelo do substituto vê os dividendos como um substituto às medidas de proteção dos investidores, este modelo baseia-se no facto das empresas necessitarem de se financiar nos mercados. Assim, as empresas precisam de ter boa reputação para conseguirem captar investidores e uma forma de atingir esse objetivo é a distribuição de dividendos. Em países com um nível elevado de proteção dos investidores, a necessidade de ter boa reputação será menor (La Porta *et al.*, 2000). Vários autores encontraram suporte para o modelo do resultado, que indica que empresas em países com um nível elevado de proteção dos investidores têm rácios de distribuição de dividendos superiores (Jiraporn, *et al.*, 2011; La Porta *et al.*, 2000; Mitton, 2004). Outros autores encontraram evidência estatística para o modelo do substituto (Jiraporn e Ning, 2006; John e Knyazeva, 2006).

2.3.2 Evidência empírica

Já foram efetuados vários estudos sobre a relação entre o governo das sociedades e a *performance* das empresas, o seu valor de mercado ou ainda o seu custo de capital (Bauer, Guenster e Otten, 2004; Black, Jang e Kim, 2006; Brown e Caylor, 2008; Chen *et al.*, 2003; Durnev e Kim, 2005).

Em relação à relação existente entre o governo das sociedades e a política de dividendos das empresas, a quase totalidade dos estudos que relacionam o governo das sociedades com a política de dividendos das empresas baseiam-se, para a explicação dos

seus resultados, no modelo do substituto ou no modelo do resultado evidenciados por La Porta *et al.* (2000), considerando-os como uma referência. No Quadro 2.1 apresentamos as duas principais hipóteses e os estudos que corroboram essas hipóteses. Os estudos realizados englobam diferentes níveis de governo das sociedades, alguns apenas consideram as medidas de governo das sociedades relativas às empresas outros consideram também as medidas de governo das sociedades relativas ao país e outros englobam as duas dimensões.

Quadro 2.1: Evidência empírica sobre a relação entre o governo das sociedades e a distribuição de dividendos

Hipótese	Estudos
Um elevado governo das sociedades está relacionado de forma positiva com a distribuição de dividendos.	Jiraporn <i>et al.</i> (2011); La Porta <i>et al.</i> (2000); Mitton (2004); Renneboog e Szilagyi (2006); Michaely e Roberts (2012)
Um elevado governo das sociedades está relacionado de forma negativa com a distribuição de dividendos.	Jiraporn e Ning (2006); John e Knyazeva (2006)

Nota. O Quadro apresenta as duas principais hipóteses sobre a relação entre o governo as sociedades e a distribuição de dividendos e os estudos que corroboram cada hipótese.

La Porta *et al.* (2000), ao relacionar a distribuição de dividendos com as oportunidades de crescimento (quando estas se encontram combinadas com as medidas de governo das sociedades inerentes ao país onde se encontra a empresa), evidenciaram que, se a empresa tiver boas oportunidades de crescimento, então distribuem menos dividendos do que empresas com fracas oportunidades de crescimento. E isso acontece mesmo quando se relaciona as oportunidades de crescimento com as medidas de governo das sociedades inerentes à empresa, a relação entre as oportunidades de crescimento e a distribuição de dividendos continua a ser negativa (Mitton, 2004). Quando os investidores estão bem protegidos estão dispostos a aguardar pelo seu retorno, se as oportunidades de crescimento forem boas. Pelo contrário, quando os investidores não se sentem bem protegidos têm tendência a retirar todos os dividendos que conseguirem, não tendo em atenção sequer às oportunidades de crescimento.

Jiraporn *et al.* (2011) utilizaram a base de dados da ISS para uma análise de 2001 a 2004 e concluíram que as empresas com melhores níveis de governo das

sociedades apresentam-se como mais propensas à distribuição de dividendos e a uma distribuição mais elevada, o que corrobora o modelo do resultado, utilizando o índice disponibilizado pelo ISS. Por outro lado, Jiraporn e Ning (2006) encontraram sustento para o modelo do substituto quando analisaram a relação entre o governo das sociedades e a política de distribuição dos dividendos utilizando o *G Index*. Também, John e Knyazeva (2006) encontraram sustento para o modelo do substituto ao analisar empresas dos Estados Unidos da América e utilizando um índice derivado do *G Index*.

Renneboog e Szilagyi (2006) analisaram 150 empresas da Holanda entre 1996 e 2004 e demonstraram que com um governo das sociedades muito restritivo em relação aos direitos dos acionistas a distribuição dos dividendos é baixa e quase insensível às variações do lucro, às oportunidades de investimento e à dimensão da empresa. Michaely e Roberts (2012) compararam as políticas de dividendos de empresas públicas e privadas inglesas. Os autores demonstraram que as empresas públicas têm tendência a distribuir mais dividendos do que empresas privadas, sendo que as empresas públicas estão associadas a fortes níveis de proteção dos investidores.

A qualidade das medidas de proteção dos acionistas é tão importante para a política de dividendos como para as tomadas de decisões no seio da empresa (La Porta *et al.*, 2000). Os dividendos são utilizados como via de obtenção de melhor reputação quando as medidas de proteção dos investidores são fracas (Jiraporn e Ning, 2006). Klapper e Love (2004) evidenciaram que as empresas têm índices de governo das sociedades mais baixos em países com fracas medidas de proteção dos investidores.

Na presença de conflitos de interesse, o pagamento de dividendos pode ser muito útil. Os investidores preferem os dividendos à retenção dos ganhos, dado que, estes podem nunca vir a se tornarem dividendos (Faccio, Larry, Lang e Young, 2001; La Porta *et al.*, 2000). Assim, ao distribuir dividendos, os gestores transmitem os ganhos aos investidores, e já não os podem utilizar para benefício próprio, o que reduz parte dos conflitos de interesse. Por outro lado, o pagamento de dividendos pode levar a empresa à necessidade de se ir financiar no mercado de capitais, o que pode potenciar um acréscimo de controlo dos acionistas sobre os gestores (Easterbrook, 1984).

Shleifer e Vishny (1997) definem uma ligação direta entre governo das sociedades e política de dividendos. Para estes autores, o governo das sociedades está relacionado com o objetivo dos investidores em conseguir obter um retorno sobre o seu investimento, e conseguir extraí-lo da empresa. No seu trabalho sobre governo das sociedades e política de dividendos nos mercados emergentes, Mitton (2004) encontra

sustentação para uma relação positiva entre o índice de governo das sociedades e a política de dividendos, ou seja, empresas com elevados níveis de governo tendem a distribuir mais dividendos. Através do seu estudo, Mitton (2004), evidencia que tanto as medidas de governo das sociedades relativas à empresa como as medidas de governo das sociedades relativas ao país ajudam a reduzir os problemas de agência. Por medidas de governo das sociedades relativas ao país, entende-se o índice agregado das medidas de proteção dos investidores e a base legislativa do mercado de capitais de cada país. Segundo Shleifer e Vishny (1997), as medidas de proteção dos investidores são essenciais no governo das sociedades.

2.4 Conclusões

Neste capítulo procedemos à revisão da literatura sobre o governo das sociedades e sobre a sua relação com a política de dividendos das empresas. No primeiro ponto destacámos a importância do governo das sociedades e o desenvolvimento que esta temática teve ao longo dos anos. Começámos, assim, por descrever o governo das sociedades e a sua evolução ao longo dos anos. De seguida, referimos a diferença entre as diversas medidas de governo das sociedades. As medidas de governo das sociedades relativas às empresas, caracterizadas por diversos itens controlados internamente pelas empresas. Estes itens podem ser modelados de forma a criarem um melhor governo das sociedades. As medidas de governo das sociedades relativas ao país, que em nada podem ser influenciadas pelas empresas dadas que são características dos próprios países que determinam estas medidas como, por exemplo, a base legislativa do país e o índice agregado do nível de proteção dos investidores.

No segundo ponto, abordámos o governo das sociedades relacionado com a política de dividendos. Apresentámos as duas principais teorias sobre o impacto do governo das sociedades na política de dividendos, que são o modelo do substituto e o modelo do resultado. Por um lado, o modelo do substituto evidencia que os dividendos se substituem ao governo das sociedades, porque através da distribuição dos dividendos conseguem melhor reputação para se financiarem nos mercados de capitais. Assim, seguindo este modelo, o governo das sociedades tem uma relação inversa com a distribuição dos dividendos. Por outro lado, os elevados níveis de governo das sociedades permitem aos investidores conseguirem extrair os dividendos da empresa.

Ou seja, os dividendos são o resultado dos elevados níveis de governo das sociedades o que define o modelo do resultado. Evidenciámos também alguns resultados de estudos empíricos que trataram o assunto. Nos próximos capítulos apresentamos a metodologia e os resultados do nosso estudo.

Metodologia

3.1 Introdução

O principal objetivo deste trabalho, é aferir da implicação que o governo das sociedades tem na política de dividendos das empresas da Europa Ocidental. No entanto, da análise efetuada anteriormente, verifica-se que várias outras questões emergem e devem ser analisadas empiricamente. Como é o caso da relação entre as medidas de governo relativas ao país e a política de distribuição dos dividendos e da problemática da causalidade reversa entre o índice de governo das sociedades e do rácio de distribuição dos dividendos, já apontados por vários estudos (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011; Jiraporn e Ning, 2006; Mitton, 2004).

Este capítulo encontra-se subdividido em dois principais pontos. Um primeiro dedicado ao processo de seleção e tratamento da amostra e um segundo dedicado ao desenvolvimento das hipóteses. No primeiro ponto é apresentado tudo o que se refere aos dados utilizados no estudo, assim como, as hipóteses passivas de serem testadas. Iniciamos com o processo de recolha dos dados e terminamos com as estatísticas descritivas das variáveis. Apresenta-se também a análise exaustiva do índice de governo utilizado

Na segunda parte, promove-se a apresentação das hipóteses que, posteriormente, serão analisadas no capítulo dedicado à discussão dos resultados. A principal questão é analisar se o nível de qualidade do governo das sociedades afeta a política de dividendos e em que sentido, sendo que se considera a análise do governo das sociedades ao nível do país (o que inclui as medidas legais de proteção aos investidores e a base legislativa de cada país) e ao nível da empresa. Adicionalmente, será também alvo de análise a interação entre as oportunidades de crescimento e o índice de governo das sociedades e o seu impacto na política de dividendos.

3.2 Seleção da amostra e tratamento dos dados

3.2.1 Seleção e composição da amostra

A amostra é constituída pelas empresas pertencentes aos principais índices bolsistas dos países da Europa Ocidental. Assim, fazem parte da amostra os índices da Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, França, Alemanha e Inglaterra.³

Os dados retirados são datados de 31 de dezembro de 2010. Os dados financeiros foram retirados da base de dados *Datastream* e o índice de governo foi obtido da base de dados *Bloomberg Professional*. Da *Datastream* foram retirados no total dados pertencentes a 771 empresas, que depois de cruzados com os dados do índice de governo das sociedades, originaram uma amostra final constituída por 413 empresas.

É importante realçar que alguns países, como é o caso do Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela (La Porta *et al.*, 1998, 2000), possuem legislação que obriga a distribuir uma parte dos seus resultados. Nesse sentido, tal como em La Porta *et al.* (2000) e Mitton (2004), a Grécia foi excluída. O Quadro 3.1 resume o processo de seleção da amostra.

Quadro 3.1: Seleção da amostra

Critério de seleção	Número de empresas
Empresas com os dados necessários na base de dados <i>Datastream</i> , dos seguintes índices: ATX; BEL20; OMXC20; OMXH25; CAC40; DAX30; ISEQ20; MIB30; LUXX; AEX; OBX; PSI20; IBEX35; OMXS30; SMI; ISE100 e FTSE100	771
Empresas com o índice de governo das sociedades na base de dados <i>Bloomberg Professional</i>	413

³ *Austrian Traded Index (ATX); Brussels Stock Exchange (BEL20); Copenhagen Stock Exchange (OMXC20); Helsinki Stock Exchange (OMXH25); Euronext Paris (CAC40); Frankfurt Stock Exchange (DAX30); Irish Stock Exchange (SEQ20); Borsa Italiana (MIB30); Luxembourg Stock Exchange (LUXX); Amsterdam Exchange Index (AEX); Oslo Stock Exchange (OBX); Portuguese Stock Index (PSI20); Madrid Stock Exchange General Index (IBEX35); Stockholm Stock Exchange (OMXS30); Swiss Market Index (SMI); Istanbul Stock Exchange (ISE100) e London Stock Exchange (FTSE100).*

As empresas encontram-se classificadas em dez indústrias diferentes, seguindo a codificação do *Industry Classification Benchmark* (ICB), retirados da *Datastream*. Os Quadros 3.2 e 3.3 apresentam a composição da amostra por país e indústria, respetivamente.

Quadro 3.2: Composição da amostra por país

País	Número de empresas	% da amostra
Áustria	14	3,4%
Bélgica	11	2,7%
Dinamarca	26	6,3%
Finlândia	26	6,3%
Irlanda	13	3,1%
Itália	22	5,3%
Luxemburgo	1	0,2%
Holanda	19	4,6%
Noruega	14	3,4%
Portugal	10	2,4%
Espanha	21	5,1%
Suécia	46	11,1%
Suíça	19	4,6%
Turquia	30	7,3%
França	33	8%
Alemanha	28	6,8%
Inglaterra	80	19,4%

Quadro 3.3: Composição da amostra por indústria

Indústria	Número de empresas	% da amostra
0001 – Petróleo e gás	27	6,5%
1000 – Materiais básicos	37	9%
2000 – Industriais	91	22%
3000 – Bens de consumo	51	12,3%
4000 – Assistência médica	26	6,3%
5000 – Serviços ao consumidor	49	11,9%
6000 – Telecomunicações	12	2,9%
7000 – Utilidades	23	5,6%
8000 – Financeira	80	19,4%
9000 – Tecnologia	17	4,1%

A Inglaterra representa 19,4% das empresas da amostra e a Suíça 11,1%. Mais de 20% das empresas pertencem ao sector industrial e apenas 2,9% pertencem ao sector das telecomunicações. Neste sentido, considera-se que a amostra é bem distribuída.

3.2.2 Recolha dos dados

A recolha dos dados foi feita maioritariamente através da base de dados *Datastream*. Sendo que, o índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional* e a variável *American Depositary Receipts* (ADR) através da base de dados do banco de Nova Iorque. Quanto às variáveis de governo das sociedades implementadas pelo país, o índice de proteção dos investidores e a base legislativa, esta foram obtidas através de Claessens, Djankov e Nenova (2001) e La Porta *et al.* (1998), respetivamente.

Seguindo Mitton (2004), utilizámos o ROA como variável representativa da *performance* e o logaritmo natural do total dos ativos para representar a dimensão da empresa. As oportunidades de crescimento da empresa são representadas através do crescimento dos ativos no último ano. Como medidas adicionais de cálculo dos dividendos utilizámos dividendos por ação/vendas por ação e dividendos por ação/cash-flow por ação.

O Quadro 3.4 resume as definições das variáveis, bem como os estudos que as utilizaram.

Quadro 3.4: Definição das variáveis

Variável	Descrição	Estudos Empíricos
Rácio de distribuição de dividendos (RACIO_DIV)	Dividendo por ação a dividir pelo lucro por ação. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Mitton (2004); Gugler e Yurtoglu (2003)
Dividendo por ação/Cash-flow por ação (DPA_CFPA)	Dividendo por ação a dividir pelo cash-flow por ação. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Faccio <i>et al.</i> (2001); Mitton (2004); La Porta <i>et al.</i> (2000)
Dividendo por ação/Vendas por ação (DPA_VPA)	Dividendo por ação a dividir pelas vendas por ação. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Mitton (2004)
Índice de governo das sociedades (CGQ)	Índice de governo das sociedades do <i>Institutional Shareholder Services</i> (ISS). Utiliza 61 itens classificados em 8 categorias diferentes para cada empresa. O índice assume valores entre 0 (nível fraco de governo das sociedades) e 100 (nível elevado de governo das sociedades). Recolhidos da base de dados <i>Bloomberg Professional</i> .	Brown e Caylor (2008)
Base legislativa do país (BASE_LEGIS)	<i>Common law</i> ou <i>civil law</i> . Variável binária que assume o valor 1 se a empresa pertence a um país com <i>common law</i> , 0 caso contrário. Variável recolhida através de Claessens <i>et al.</i> (2001).	Faccio <i>et al.</i> (2001); Mitton (2004); La Porta <i>et al.</i> (2000); Claessens <i>et al.</i> (2001)
Índice agregado do nível de proteção dos investidores (IND_PROT_INV)	Índice que classifica o nível de proteção dos investidores assumindo seis variáveis diferentes. Por cada variável que protege os acionistas minoritários é atribuído o valor 1, caso contrário é atribuído 0. Assume valores de 0 (fraco nível de proteção dos investidores) a 6 (elevado nível de proteção dos investidores). Índice recolhido através de La Porta <i>et al.</i> (1998).	Mitton (2004); La Porta <i>et al.</i> (2000); Claessens <i>et al.</i> (2001); Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2008); La Porta, Lopez-de-silanes e Shleifer (2006)

Quadro 3.4: Definição das variáveis (continuação)

Variável	Descrição	Estudos Empíricos
<i>American Depositary Receipts</i> (ADR)	Variável binária que assume 1 se a empresa emite ADR, 0 caso contrário. Dados retirados da base de dados do Banco de Nova Iorque.	Mitton (2002); Black <i>et al.</i> (2006)
Beta (BETA)	Rácio entre a covariância da rendibilidade do ativo e do mercado e variância da rendibilidade do mercado. Recolhido na <i>Datastream</i> .	Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004)
Dimensão da empresa (DIM_EMP)	Logaritmo natural do total dos ativos de 2010.	Mitton (2004); Gugler e Yurtoglu (2003)
Oportunidades de crescimento da empresa (CRESC_ATIVOS)	Diferença entre o total dos ativos de 2010 e o total dos ativos de 2009 a dividir pelo total dos ativos de 2009. Recolhidos na <i>Datastream</i> .	Mitton (2004); Claessens <i>et al.</i> (2001)
<i>Performance</i> da empresa (ROA)	O ROA é calculado pelo resultado antes de juros e impostos (RAJI) a dividir pelo total dos ativos. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Mitton (2004); Klapper e Love (2004); Claessens <i>et al.</i> (2001);
Código da indústria (COD_ICB)	Variável binária que assume o valor 1 quando a empresa está classificada na sua indústria respetiva (0001, 1000, 2000, 3000, 4000, 5000, 6000, 7000, 8000, 9000), 0 caso contrário. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Allayannis <i>et al.</i> (2012)

Nota. O Quadro apresenta, na primeira coluna, o nome das variáveis. Na segunda coluna, apresenta as definições e as fontes das mesmas. Na terceira coluna, estão presentes alguns dos estudos que já utilizaram estas variáveis.

3.2.3 Medidas de governo das sociedades

3.2.3.1 Medidas de governo das sociedades relativas às empresas

O *Institutional Shareholder Service* criou, em 2002, o CGQ, com a preocupação de aperfeiçoar a relação entre acionistas e empresas. Inicialmente limitou-se ao mercado dos Estados Unidos, e em 2003, expandiu-se para abranger cerca de 7500 empresas (Epps e Cereola, 2008). O CGQ é uma medida relativa da qualidade de governo de uma empresa e também relativa às empresas do setor onde se inclui. Quando são avaliadas empresas dos Estados Unidos da América, o índice é composto por 61 itens de governo das sociedades classificados em 8 categorias (conselho de administração, auditoria, disposições estatutárias, país de origem da empresa, remuneração dos administradores em geral e dos administradores executivos, medidas a colocar em prática (na nomenclatura anglo-saxónica, *progressive practices*), propriedade de ações por parte dos administradores e as habilitações dos membros da administração) que são apresentados no Quadro 3.5. Cada item ainda se encontra subdividido, apresentando para a totalidade do índice um conjunto de 225 variáveis que, em conjunto, visam representar a qualidade do governo das sociedades (Epps e Cereola, 2008). Para todas as outras empresas são analisadas apenas 55 das 61 variáveis (Aggarwal *et al.*, 2009). O índice traduz-se numa escala de 0 a 100, são dadas pontuações por cada item e é traduzido numa escala percentual. Para melhor perceção, Aggarwal *et al.*, (2009) apresentam um exemplo, um índice de 97 significa que o governo das sociedades desta empresa é melhor que 97% das restantes empresas do índice.

O índice CGQ é extensivamente utilizado e inclui a maioria dos itens de governo das sociedades relevantes para os investidores (Bauer *et al.*, 2009). É considerado como sendo mais completo e mais representativo do nível de governo das sociedades do que o índice de Gompers *et al.* (2003) que explora apenas duas dimensões de governo das sociedades (Jiraporn *et al.*, 2011).

Quadro 3.5: **Categorias e itens do CGQ**

Categorias	Itens
Conselho de Administração	1 – Composição do Conselho de Administração 2 – Comitê de Nomeação 3 – Comitê de Remuneração 4 – Comitê de Governo das Sociedades 5 – Estrutura do Conselho de Administração 6 – Tamanho do Conselho de Administração 7 – Alterações no Conselho de Administração 8 – Votação Cumulativa 9 – Conselho de Administração dirigido pelo dirigente 10 – Conselho de Administração dirigido por – Outro que não o dirigente 11 – Ex-dirigente 12 – Presidente/Dirigente da Administração Diferentes 13 – Orientações do Conselho de Administração 14 – Resposta a propostas de acionistas 15 – Presenças no Conselho de Administração 16 – Vagas no Conselho de Administração 17 – Transações entre partes relacionadas
Auditoria	18 – Comitê de auditoria 19 – Honorários dos auditores 20 – Rotação dos auditores 21 – Ratificação do comitê de auditoria
Disposições estatutárias	22–27 – Estratégias do tipo Poison pills 28–29 – Votos requeridos 30 – Consentimento escrito 31 – Assembleias extraordinárias 32 – Alterações no regulamento da sociedade 33 – Estrutura do capital
País de origem da empresa	33 –40 – Disposições estatutárias legisladas anti- OPA
Remunerações dos dirigentes e executivos	41 – Custos dos planos de opções 42 –43 – Revisão dos valores das opções sobre ações da empresa 44 – Aprovação pelos acionistas dos planos de opções 45 – Interlocutores no comitê de compensação 46 – Compensação dos dirigentes

Quadro 3.5: **Categorias e itens do CGQ** (continuação)

Categorias	Itens
Remunerações dos dirigentes e executivos	47 – Plano de pensões para administradores externos 48 – Custos de emissão de opções 49 – Burn Rate 50 – Financiamentos aos dirigentes e executivos por parte da empresa
Fatores Qualitativos	51 – Idade de reforma dos dirigentes 52 – Avaliação da <i>performance</i> da administração 53 – Reuniões com administradores externos 54 – Regras para sucessão do dirigente 55 – Consultores externos 56 – Limite temporal ao cargo de dirigente
Propriedade	57 – Detenção de ações da empresa pelos dirigentes 58 – Normas orientadoras relativas a detenção de ações da empresa pelos administradores executivos 59 – Normas orientadoras relativas a detenção de ações da empresa pelos administradores 60 – Detenção de ações da empresa pelos administradores em geral e administradores executivos
Habilitações do Dirigente	61 – Habilitações do Dirigente

Nota. Adaptado de Bauer *et al.* (2009) e Jiraporn *et al.* (2011)

3.2.3.2 Medidas de governo das sociedades relativas ao país

No nosso estudo, e no seguimento de vários autores (por exemplo, Claessens *et al.*, 2001; La Porta *et al.*, 2000; Mitton, 2004), utilizamos duas medidas para medir o governo das sociedades relativamente ao país onde se encontram as empresas. O índice agregado do nível de proteção dos investidores e a base legislativa de cada país são as duas medidas utilizadas.

O índice agregado do nível de proteção dos investidores é composto por seis variáveis que traduzem o nível de proteção dos investidores minoritários face ao poder dos gestores e dos investidores majoritários (La Porta *et al.*, 1998). As variáveis são as seguintes:

- Possibilidade de representação por *e-mail* (para facilitar o acesso a todos os acionistas);
- Ações bloqueadas antes da assembleia de acionistas (para prevenir vendas de ações por parte de acionistas que não queiram exercer o seu poder de voto);
- Voto cumulativo / Representação proporcional (acionistas minoritários podem eleger gestores numa certa proporção);
- Opressão dos acionistas minoritários (mecanismos para prevenir a opressão dos acionistas minoritários por parte dos gestores);
- Direito de preferência sobre novas emissões;
- Percentagem de capital social necessário para convocar uma assembleia de acionistas extraordinária (é atribuído o valor 1 se a percentagem é igual ou inferior a 10%);

Em cada item, se a variável protege os acionistas minoritários então é atribuído o valor 1, caso contrário será atribuído o valor 0. As variáveis traduzem-se num índice agregado que assume valores de 0 (fraco nível de proteção dos investidores) até 6 (elevado nível de proteção dos investidores).

Em relação à base legislativa de cada país, utilizamos as duas principais categorias, que são, a *common law* e a *civil law*. A *common law* é baseada nos precedentes, enquanto a *civil law* é baseada nas leis. Assim sendo, a *common law* é muito mais reativa às alterações oferecendo, por norma, uma melhor proteção do que a *civil law* (Claessens *et al.*, 2001; La Porta *et al.*, 1998). A base legislativa do país é uma variável fundamental quando tratamos as medidas de governo das sociedades ao nível do país e é quase sempre associada ao índice agregado do nível de proteção dos investidores. A base legislativa do país é uma variável que influencia os resultados quando estudamos as medidas de governo das sociedades ao nível do país (Jiraporn e Ning, 2006). Na nossa amostra existem dois países com origem na *common law*, os restantes têm a sua origem na *civil law*.

3.2.4 Estatísticas descritivas

Neste ponto apresentamos as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no nosso estudo. Para o rácio de distribuição de dividendos e o índice de governo das sociedades apresentamos as respetivas médias, medianas e desvio padrão. No entanto, para todas as outras variáveis apresentamos apenas as médias tal como Mitton (2004). No Quadro 3.6 apresentamos as estatísticas descritivas agrupadas por países de todas as variáveis usadas no nosso trabalho.

Quadro 3.6: Estatísticas descritivas por país

Painel A. Estatísticas descritivas das variáveis relacionadas com os dividendos

País	N	RACIO_DIV			DPA_VPA	DPA_CFPA
		Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Média
Áustria	14	0,35	0,32	0,26	0,02	0,18
Bélgica	11	0,44	0,42	0,002	0,11	0,24
Dinamarca	26	0,03	0,02	0,03	0,03	0,20
Finlândia	26	0,52	0,58	0,28	0,04	0,53
Irlanda	13	0,19	0,10	0,24	0,01	0,10
Itália	22	0,46	0,46	0,20	0,04	0,18
Luxemburgo	1	0,75	0,75	-	0,08	0,46
Holanda	19	0,45	0,45	0,22	0,05	0,35
Noruega	14	0,24	0,24	0,21	0,03	-0,02
Portugal	10	0,22	0,16	0,24	0,01	0,12
Espanha	21	0,46	0,48	0,23	0,07	0,54
Suécia	46	0,06	0,05	0,10	0,13	0,47
Suíça	19	0,26	0,26	0,17	0,04	0,24
Turquia	30	0,14	0,09	0,16	0,07	0,40
França	33	0,46	0,43	0,23	0,04	0,24
Alemanha	28	0,40	0,40	0,20	0,02	0,21
Inglaterra	80	0,49	0,48	0,26	0,07	0,29
Total	413	0,34	0,33	0,27	0,06	0,30

Quadro 3.6: Estatísticas descritivas por país (continuação)

Painel B. Estatísticas descritivas das variáveis de governo das sociedades

País	N	CGQ			BASE_LEGIS	IND_PROT_INV
		Media	Mediana	Desvio Padrão		
Áustria	14	51,14	46,90	14,45	<i>Civil law</i>	2,5
Bélgica	11	34,73	39,00	18,17	<i>Civil law</i>	3
Dinamarca	26	28,97	25,05	22,11	<i>Civil law</i>	4
Finlândia	26	61,85	56,85	24,19	<i>Civil law</i>	3,5
Irlanda	13	58,46	68,00	24,33	<i>Common law</i>	5
Itália	22	57,37	66,50	25,82	<i>Civil law</i>	2
Luxemburgo	1	27,70	27,70	-	<i>Civil law</i>	2
Holanda	19	51,78	58,80	31,96	<i>Civil law</i>	2,5
Noruega	14	45,16	44,65	14,78	<i>Civil law</i>	3,5
Portugal	10	13,05	9,15	15,87	<i>Civil law</i>	2,5
Espanha	21	53,70	51,80	22,67	<i>Civil law</i>	5
Suécia	46	57,33	53,95	20,66	<i>Civil law</i>	3,5
Suíça	19	62,86	61,50	26,68	<i>Civil law</i>	3
Turquia	30	28,27	29,35	15,00	<i>Civil law</i>	3
França	33	69,80	68,90	18,73	<i>Civil law</i>	3,5
Alemanha	28	63,19	61,65	11,06	<i>Civil law</i>	3,5
Inglaterra	80	77,90	83,90	17,65	<i>Common law</i>	5
Total	413	56,58	58,20	26,16	-	3,68

Quadro 1.6: Estatísticas descritivas por país (continuação)

Painel C. Estatísticas descritivas das variáveis financeiras

País	N	CRESC_ATIVOS	ROA	DIM_EMP	BETA	ADR
		Média	Média	Média	Média	Média ^a
Áustria	14	0,10	5,04	15,64	0,91	0,714
Bélgica	11	0,11	8,87	16,30	0,77	0,818
Dinamarca	26	0,10	1,00	14,56	0,97	0,731
Finlândia	26	0,07	6,31	14,83	0,84	0,692
Irlanda	13	0,04	4,34	14,67	0,87	0,692
Itália	22	0,07	3,83	17,50	0,96	0,909
Luxemburgo	1	0,01	7,42	15,94	1,68	1
Holanda	19	0,17	8,70	16,58	0,91	0,737
Noruega	14	0,18	1,61	15,73	1,17	1
Portugal	10	-0,01	3,92	16,20	1,10	0,929
Espanha	21	0,09	4,88	17,41	1,02	0,952
Suécia	46	0,14	1,39	15,26	1,01	0,717
Suíça	19	0,21	5,47	15,34	1,34	0,632
Turquia	30	0,29	3,64	13,99	0,96	0,533
França	33	0,08	4,86	17,68	1,14	0,939
Alemanha	28	0,11	5,37	17,62	1,08	0,964
Inglaterra	80	0,15	10,74	16,46	0,97	0,9
Total	413	0,13	5,53	16,04	1,00	0,809

Nota. O Quadro apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo e foram obtidas através do *Stata* (versão10.1). Os dados financeiros foram recolhidos através da *Datastream*. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Profssional*. As medidas de governo das sociedades relativas ao país foram retiradas de Claessens *et al.* (2001) e La Porta *et al.* (1998). O ADR foi retirado da base de dados do banco de Nova Iorque. RACIO_DIV é o rácio entre o dividendo por ação e o lucro por ação. DPA_VPA é o rácio entre o dividendo por ação e as vendas por ação. DPA_CFP é o rácio entre o dividendo por ação e o cash-flow por ação. CGQ é o índice de governo das sociedades, este é constituído por 61 itens classificados em 8 categorias diferentes e traduz-se numa escala de 0 (nível fraco de governo das sociedades) a 100 (nível elevado de governo das sociedades). BASE_LEGIS é uma variável binária que assume valor 1 se o país pertencer à *common law* e 0

Quadro 2.6: Estatísticas descritivas por país *(continuação)*

caso contrário. IND_PROT_INV é um índice agregado que representa o nível de proteção dos investidores, traduz-se numa escala de 0 (fraco nível de proteção dos investidores) a 6 (nível elevado de proteção dos investidores) e é composto por 6 itens que assumem valor 1 quando protege os direitos dos investidores e valor 0 em caso contrário. CRESC_ATIVOS é a diferença entre o total dos ativos de 2010 e 2009 a dividir pelo total dos ativos de 2009. ROA é o rácio entre o RAJI e o total dos ativos. DIM_EMP é o logaritmo do total dos ativos. O BETA é o rácio entre a covariância da rendibilidade do ativo e do mercado e variância da rendibilidade do mercado. ADR é uma variável binária que assume 1 quando a empresa emite ADR e 0 em caso contrário.

^a Dado que é uma variável binária, a média indica a percentagem de empresas que apresentam o valor 1.

Em relação ao índice de governo das sociedades, encontramos no topo a Inglaterra com uma média de 77.90 e com a média mais baixa está Portugal com 13.05. A média para o índice de governo das sociedades da nossa amostra é de 56.58. O que significa que a nossa amostra é 56.58% melhor do que o resto das empresas analisadas pelo ISS.

Em relação ao rácio de distribuição de dividendos, a Suécia e a Dinamarca destacam-se por ter a média de rácio de distribuição de dividendos mais baixas, 6.04% e 3.20%, respetivamente. O Luxemburgo apresenta a média mais alta, 74.62%. A média da totalidade da amostra situa-se nos 33.50%. Os dividendos divididos pelas vendas e os dividendos divididos pelo cash-flow são também medidas de distribuição de dividendos (La Porta *et al.*, 2000; Mitton, 2004). O DPA_VPA apresenta uma média de 6% enquanto que o DPA_CFPA apresenta uma média de 30%. Estes valores vão ao encontro dos resultados apresentados por Mitton (2004) nas suas estatísticas descritivas.

O único país a ter uma média negativa de crescimento dos seus ativos no último ano em estudo foi Portugal. Assim, os ativos diminuíram em média 10%. Por outro lado, na Turquia os ativos cresceram, em média, 29%. A média do crescimento dos ativos para a totalidade da amostra é de 13%. A Inglaterra é o país que apresenta a média de ROA mais elevado, 10.74%. Por outro lado, é a Dinamarca que apresenta, em média, um ROA menos elevado (1.00%). Em média, a nossa amostra apresenta um ROA de 5.53%.

Em relação as medidas externas de governo das sociedades, a quase totalidade dos países da nossa amostra é proveniente de países com origem na *civil law*, apenas a Inglaterra e a Irlanda têm por base legislativa a *common law*. No caso do índice de proteção dos investidores, a Itália e o Luxemburgo apresentam um índice de 2 e com um índice de 5 aparecem a Irlanda, a Espanha e a Inglaterra.

3.3 Desenvolvimento das hipóteses

Neste ponto, apresentamos os modelos e as subsequentes hipóteses, seguindo a metodologia de Mitton (2004). Para melhor perceção apresentamos o Quadro 3.7 com a síntese dos mesmos. Apresentamos também um ponto sobre a endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos. Iremos tratar este tema seguindo a metodologia de Drobetz *et al.* (2004) e Jorge (2012).

Quadro 3.7: Síntese das hipóteses e variáveis utilizadas

Modelo	Variável dependente	Variável independente	Hipótese principal do modelo
1	Rácio de distribuição dos dividendos	Índice de governo das sociedades	Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.
2	Rácio de distribuição dos dividendos	Variável de interação entre o índice de governo das sociedades e as oportunidades de crescimento da empresa	A relação entre as oportunidades de crescimento e o rácio de distribuição de dividendos é negativa, e torna-se mais negativa quando o índice de governo das sociedades aumenta.
3	Rácio de distribuição dos dividendos	Índice agregado do nível de proteção dos investidores Base legislativa do país	O índice de proteção dos investidores está positivamente relacionado como rácio de distribuição de dividendos. A base legislativa do país está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.
4	Rácio de distribuição dos dividendos	Variável de interação entre o índice de governo das sociedades e a base legislativa do país Variável de interação entre o índice de governo das sociedades e o índice agregado do nível de proteção dos investidores	Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto da base legislativa do país no rácio de distribuição de dividendos. Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto do índice de proteção dos investidores do país no rácio de distribuição de dividendos.

Nota. Este Quadro apresenta as hipóteses principais de cada modelo, bem como as variáveis dependentes e independentes que cada uma utiliza.

3.3.1 O governo das sociedades e a distribuição de dividendos

La Porta *et al.* (2000) sugeriu dois modelos de agência relativos à influência das medidas de governo das sociedades na distribuição de dividendos. A “hipótese de substituição” em que empresas com fracos níveis de governo das sociedades distribuem mais dividendos. Assim, os dividendos serviriam para substituir o fraco nível de governo das sociedades porque para compensar o fraco desempenho a nível de proteção dos investidores (que pode levar a dificuldades de financiamento nos mercados de capitais) advém a necessidade de reforçar a reputação da empresa. A distribuição de dividendos é vista como forma de estabelecer uma boa reputação. No entanto, neste estudo não foi encontrado evidência estatística para fundamentar esta hipótese. Os autores encontraram evidência estatística para o facto de empresas com elevados níveis de proteção dos investidores distribuírem também mais dividendos, o que corrobora a “hipótese do resultado” (apresentada pelos mesmos autores). A “hipótese do resultado” advém dos investidores usarem os fortes níveis de governo das sociedades para conseguirem extrair dividendos da empresa. Alguns autores encontraram fundamento para a “hipótese de substituição” (por exemplo, Jiraporn e Ning, 2006) e outros encontraram fundamento para a “hipótese do resultado” (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011; La Porta *et al.*, 2000; Mitton, 2004). Mitton (2004), no seu trabalho sobre mercados emergentes encontrou uma relação positiva entre o governo das sociedades e o rácio de dividendos das empresas, assim, empresas com maiores níveis de governo das sociedades distribuem mais dividendos.

O nosso objetivo é determinar se, para a nossa amostra, as empresas com um nível elevado de governo das sociedades são aquelas que distribuem mais dividendos. Para testar esta amostra, a variável dependente utilizada é o rácio de distribuição de dividendos e a variável independente é o índice de governo das sociedades. Para que o modelo tenha um maior poder explicativo e no seguimento de outros autores (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011 e Mitton, 2004) vamos efetuar a regressão adicionando variáveis de controlo - as oportunidades de crescimento, a *performance*, a dimensão e o efeito indústria.

Modelo 1:

$$RACIO_DIV_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot CGQ_i + \beta_2 \cdot CRESC_ATIVOS_i + \beta_3 \cdot ROA_i + \beta_4 \cdot DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{4+j} \cdot IND_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Onde:

RACIO_DIV = dividendo por ação a dividir pelo lucro por ação;

CGQ = índice de governo das sociedades;

CRESC_ATIVOS = valor do ativos do ano n menos valor dos ativos do ano n-1 a dividir pelos ativos de n-1;

ROA = RAJI a dividir pelo total dos ativos;

DIM_EMP = logaritmo natural do total dos ativos;

IND = variável binária que assume o valor 1 quando a empresa está classificada na sua indústria respetiva e 0 caso contrario;

ε = termo de erro.

Hipótese 1a: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 1b: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 1c: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 1d: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

Assim sendo, esperamos que empresas com elevadas oportunidades de crescimento terão mais tendência a reter lucros para proceder a futuros investimentos e por isso esperamos uma relação negativa entre estas duas variáveis. Alguns autores já apresentaram resultados neste sentido (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011; La Porta *et al.*, 2000; Mitton, 2004). Relativamente à variável *performance*, esperamos que a relação seja positiva com o rácio de

distribuição de dividendos. Esta situação pressupõe que as empresas mais rentáveis têm mais lucros disponíveis para distribuir aos investidores (Mitton, 2004). Por fim, esperamos também que a relação entre o rácio de distribuição de dividendos e a dimensão da empresa seja positiva, o que sugere que empresas maiores distribuem mais dividendos (Jiraporn *et al.*, 2011; Mitton, 2004).

3.3.2 As oportunidades de crescimento e a distribuição de dividendos

La Porta *et al.* (2000) demonstrou que em países com um elevado nível de proteção dos investidores, existe uma relação inversa entre a distribuição de dividendos e as oportunidades de crescimento, ou seja, quando as empresas apresentam grandes oportunidades de crescimento estas distribuem menos dividendos. O contrário acontece em países com um nível mais fraco de medidas de proteção dos investidores, em que, nas empresas com grandes oportunidades de crescimento a distribuição dos dividendos também é elevada. Mitton (2004) encontrou que, quanto mais elevado for o índice de governo das sociedades, mais forte é a relação inversa entre distribuição de dividendos e as oportunidades de crescimento.

Neste segundo modelo, procuramos saber qual é o impacto da interação entre as oportunidades de crescimento e o índice de governo das sociedades na política de dividendos das empresas. Neste caso, a variável dependente é o rácio de distribuição de dividendos e a variável independente mais importante é o índice de governo das sociedades combinado com as oportunidades de crescimento. Sempre com o objetivo de acrescentar poder explicativo ao modelo, voltamos a efetuar a regressão acrescentando variáveis de controlo - a *performance*, a dimensão e o efeito indústria.

Modelo 2:

$$\begin{aligned}
 RACIO_DIV_i = & \beta_0 + \beta_1.CGQ_i + \beta_2.CRESC_ATIVOS_i + \beta_3.CGQ.CRESC_ATIVOS_i \\
 & + \beta_4.ROA_i + \beta_5.DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{5+j}.IND_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{2}$$

Onde:

$CGQ.CRESC_ATIVOS$ = variável de interação entre o índice de governo das sociedades e as oportunidades de crescimento.

Hipótese 2a: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 2b: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 2c: A relação entre as oportunidades de crescimento da empresa e o rácio de distribuição de dividendos é negativa, e torna-se mais negativa quando o índice de governo das sociedades aumenta.

Hipótese 2d: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 2e: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos

Esperamos que o governo das sociedades tenha um impacto positivo na relação entre o rácio de distribuição de dividendos e as oportunidades de crescimento das empresas. Positivo, no sentido em que a relação inversa que existe entre estas duas variáveis se torne ainda maior, ou seja, que empresas com elevadas oportunidades de crescimento consigam reter melhor os resultados dentro da empresa para os poder investir graças ao forte nível de governo das sociedades que têm.

Para construir a variável de interação entre o índice de governo das sociedades (CGQ) e as oportunidades de crescimento da empresa (CRESC_ATIVOS) precisamos de eliminar os eventuais problemas relativos à multicolinearidade. Por isso, e seguindo Cronbach (1987), é necessário centrar as duas variáveis contínuas. Por centrar, entende-se realizar um ajuste das variáveis em relação às suas médias respetivas. Depois então, procedemos à criação desta nova variável efetuando a multiplicação entre elas, de forma a obter o efeito da interação entre o índice e governo das sociedades e as oportunidades de crescimento dos ativos (CGQ.CRESC_ATIVOS).

3.3.3 As medidas de governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) e a distribuição de dividendos

Depois de termos colocado a nossa questão principal no modelo 1, saber qual o impacto das medidas de governo das sociedades relativas às empresas no rácio de distribuição de dividendos, colocam-se mais questões. Nomeadamente, conhecer o impacto das medidas de governo das sociedades relativas ao país no rácio de distribuição de dividendos e se estas se complementam ou se substituem às medidas de governo das sociedades relativas às empresas.

No seguimento de Mitton (2004) dividimos esta questão em dois modelos. Primeiro, procuramos saber se as medidas de governo das sociedades relativas ao país têm poder explicativo na política de dividendos das empresas. Depois de analisada a literatura esperamos que o resultado seja positivo. De seguida colocamos uma segunda questão: saber se as medidas de governo das sociedades relativas ao país e às empresas são complementares ou substitutas uma da outra. Mitton (2004) evidenciou que estas variáveis são mais complementares. Mas, o seu resultado divergiu de outros autores, nomeadamente de Klapper e Love (2004), que destaca o facto de ser possível compensar baixas medidas de proteção dos investidores com um elevado nível de governo das sociedades, e assim serem considerados substitutos. Estes dois modelos têm como objetivo compreender qual é o efeito das medidas de governo das sociedades relativas ao país e do índice de governo das sociedades na política de dividendos nas empresas.

3.3.3.1 As implicações das componentes do governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) na política de dividendos

No modelo 3 procuramos saber se as medidas de governo das sociedades relativas ao país têm impacto na política de dividendos. Então, a variável dependente utilizada é o rácio de distribuição de dividendos e as variáveis independentes são as medidas de governo das sociedades relativas ao país - o índice agregado do nível de proteção dos direitos dos investidores e a base legislativa do mercado de capitais do país.

O modelo 3 é composto por duas regressões linear simples. A primeira equação (3) analisa o impacto do índice agregado do nível de proteção dos direitos dos investidores na

política de dividendos e a segunda equação (4) analisa o impacto da base legislativa do país na política de dividendos.

Modelo 3:

$$\begin{aligned}
 RACIO_DIV_i = & \beta_0 + \beta_1 \cdot IND_PROT_INV_i + \beta_2 \cdot CGQ_i + \beta_3 \cdot CRESC_ATIVOS_i \\
 & + \beta_4 \cdot ROA_i + \beta_5 \cdot DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{5+j} \cdot IND_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{3}$$

Onde:

IND_PROT_INV = índice de proteção dos investidores do país.

Hipótese 3a: O índice de proteção dos investidores está positivamente relacionado com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 3b: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 3c: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 3d: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 3e: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

$$\begin{aligned}
 RACIO_DIV_i = & \beta_0 + \beta_1 \cdot BASE_LEGIS_i + \beta_2 \cdot CGQ_i + \beta_3 \cdot CRESC_ATIVOS_i \\
 & + \beta_4 \cdot ROA_i + \beta_5 \cdot DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{5+j} \cdot IND_i + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{4}$$

Onde:

$BASE_LEGIS$ = variável binária que assume o valor 1 se a empresa i pertence a um país com origem na *common law* e 0 caso contrário.

Hipótese 3f: A base legislativa do país está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 3g: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 3h: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 3i: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 3j: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

3.3.3.2 O efeito da interação entre as componentes do governo das sociedades (relativas às empresas e ao país) na política de dividendos

Com o modelo 4 queremos saber se as medidas de governo das sociedades relativas ao país e medidas de governo das sociedades relativas às empresas são complementares ou substitutas. Assim, a variável dependente é o rácio de distribuição dos dividendos e as variáveis independentes são o índice de governo das sociedades combinado com uma variável binária da base legislativa do mercado de capitais do país (1, se o país tem origem na *common law* 0, no caso contrário) e o índice de governo das sociedades combinado com o índice agregado do nível de medidas de proteção dos direitos dos investidores.

Este modelo, tal como o anterior, é composto por duas equações distintas. A primeira equação (5) analisa o impacto do índice agregado do nível medidas de proteção dos direitos dos investidores quando associado ao índice de governo das sociedades na política de dividendos e a segunda equação (6) analisa o impacto da base legislativa do país quando associado ao índice de governo das sociedades na política de dividendos da empresa.

Modelo 4:

$$\begin{aligned} RACIO_DIV_i = & \beta_0 + \beta_1.CGQ_i + \beta_2.CGQ.BASE_LEGIS_i + \beta_3.CRESC_ATIVOS_i \\ & + \beta_4.ROA_i + \beta_5.DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{5+j}.IND_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

Onde:

$CGQ.BASE_LEGIS$ = variável de interação entre o índice de governo das sociedades e a base legislativa do país.

Hipótese 4a: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 4b: Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto da base legislativa do país no rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 4c: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 4d: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 4e: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

$$\begin{aligned} RACIO_DIV_i = & \beta_0 + \beta_1.CGQ_i + \beta_2.CGQ.IND_PROT_INV_i + \beta_3.CRESC_ATIVOS_i \\ & + \beta_4.ROA_i + \beta_5.DIM_EMP_i + \sum_{j=1}^{10} \beta_{5+j}.IND_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6)$$

Onde:

$CGQ.IND_PROT_INV$ = variável de interação entre o índice de governo das sociedades e o índice de proteção dos investidores do país.

Hipótese 4f: Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 4g: Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto do índice de proteção dos investidores no rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 4h: As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.

Hipótese 4i: Um elevado nível de performance da empresa está associado a um rácio elevado de distribuição de dividendos.

Hipótese 4j: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o rácio de distribuição de dividendos.

3.3.4 A endogeneidade entre o governo das sociedades e a política de dividendos

Depois de analisados alguns estudos que relacionam o governo das sociedades com a política de dividendos ou com o valor de mercado das empresas (por exemplo, Black *et al.*, 2006; Jiraporn *et al.*, 2011; Mitton, 2004) suspeita-se claramente da existência de um problema de endogeneidade. Apesar de procurarmos demonstrar que o índice de governo das sociedades influencia o rácio de distribuição dos dividendos, existe a probabilidade destas duas variáveis serem endógenas. Ou seja, que o rácio de distribuição de dividendos tenha, por sua vez, implicação no índice de governo das sociedades. Inicialmente, procedemos a umas regressões lineares simples⁴ destas duas variáveis de forma a verificarmos o risco de possíveis problemas de endogeneidade. Estas regressões evidenciam a forte probabilidade de existir, de facto, problemas de endogeneidade. Para resolver esta situação, é necessário encontrar um conjunto de instrumentos que se encontrem relacionados com o índice de governo das sociedades mas que não influenciem o rácio de distribuição dos dividendos, a não ser através do índice de governo das sociedades. Para tratar este tema, seguimos a metodologia de Drobetz *et al.* (2004) e Jorge (2012), através de equações instrumentais.

⁴ As regressões são as seguintes:

$$RACIO_DIV_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot CGQ_i + \varepsilon_i$$

$$CGQ_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot RACIO_DIV_i + \varepsilon_i$$

3.4 Conclusões

Neste estudo, a amostra é composta por 413 empresas de 17 países diferentes da Europa Ocidental e com ela procuramos encontrar evidência da relação que existe entre o governo das sociedades (incluindo as medidas de governos das sociedades relativas ao país e às empresas) e a política de dividendos. Depois de analisada a literatura existente sobre o tema esperamos que essa relação seja positiva, ou seja, que quanto maior for o governo das sociedades maior será a distribuição de dividendos. Para avaliar essa relação utilizamos, no caso das medidas relativas às empresas, um índice de governo das sociedades disponibilizado pelo ISS. Para as medidas de governo das sociedades relativas ao país, utilizamos o índice agregado do nível de proteção dos investidores e a base legislativa do país. Também nos propomos a analisar o impacto de outras variáveis em interação com o governo das sociedades na política de dividendos das empresas, nomeadamente, as oportunidades de crescimento da empresa e as medidas de governo relativas ao país onde a empresa se insere. Por fim, estudamos a problemática da endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos.

Discussão de Resultados

4.1 Introdução

Neste capítulo apresentamos os resultados das regressões efetuadas, bem como as nossas conclusões e uma síntese de todas as hipóteses com os sentidos dos resultados. Dedicamos um ponto à problemática da endogeneidade que já referimos no capítulo da metodologia.

Este capítulo encontra-se dividido em 4 pontos. Um primeiro ponto onde apresentamos os resultados dos dois primeiros modelos. O segundo ponto onde analisamos os modelos 3 e 4, que analisam as medidas de governo das sociedades relativas ao país. O terceiro ponto é dedicado à análise da endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos. Por fim, apresentamos uma breve conclusão.

4.2 O índice de governo das sociedades e a política de dividendos

A principal questão do nosso modelo é a seguinte: saber qual o impacto do índice de governo das sociedades no rácio de distribuição de dividendos (modelo 1). O resultado esperado traduz-se numa relação positiva entre os mesmos (hipótese 1a). No Quadro 4.1 apresentamos os resultados das regressões efetuadas para o modelo 1 (equação 1) e para o modelo 2 (equação 2). Ambos os modelos utilizam como variável dependente o rácio de distribuição de dividendos.

Quadro 4.1: O índice de governo das sociedades e a política de dividendos

	Modelo 1	Modelo 2
Variável dependente é o RACIO_DIV		
CGQ	0,001*** (0,000)	0,001*** (0,000)
CRESC_ATIVOS	-0,126 (0,114)	-0,123 (0,109)
CGQ.CRESC_ATIVOS		0,004 (0,003)
ROA	1,684*** (0,212)	1,664*** (0,210)
DIM_EMP	0,030*** (0,007)	0,030*** (0,007)
COD_ICB	Sim	Sim
N	413	413
R ²	0,296	0,300

Nota. Os resultados foram obtidos através do *Stata* (versão 10.1). O Quadro apresenta os resultados da regressão linear simples para as 413 empresas da Europa Ocidental. O índice de governo das sociedades (CGQ) foi retirado da base de dados *Bloomberg Professional*. Os dados financeiros foram retirados da base de dados *Datastream*. O RACIO_DIV é o rácio entre o dividendo por ação e o lucro por ação. O CRESC_ATIVOS é a taxa de crescimento do total dos ativos. A variável de interação CGQ_CRESC foi construída através da multiplicação das variáveis CGQ e CRESC_ATIVOS centradas em relação às suas médias respetivas. O ROA é o rácio entre o RAJI e o total dos ativos. A DIM_EMP é o logaritmo do total dos ativos. Os dados relativos à indústria seguem a classificação do *Industry Classification Benchmark* (ICB) e foram retirados da base de dados *Datastream*. Os erros estão apresentados entre parênteses. *, ** e *** representam, respetivamente, 10%, 5% e 1% de nível de significância.

Em relação ao modelo 1, observando os resultados das regressões efetuadas, podemos constatar que a relação entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição de dividendos é positiva. O coeficiente do índice de governo das sociedades (CGQ) é significativo para um nível de significância de 1%, o que corrobora a hipótese 1a. Assim, podemos afirmar que encontramos sustentação para o modelo do resultado enunciado em La Porta *et al.* (2000), tal como Jiraporn *et al.* (2011) e Mitton (2004). Quanto à relação entre as oportunidades de crescimento dos ativos e o rácio de distribuição de dividendos espera-se uma relação negativa (hipótese 1b). Concretamente, uma empresa com grandes oportunidades de crescimento necessitará de reter os resultados para prosseguir os investimentos. Tal como esperado, o coeficiente é negativo, o que se traduz numa relação negativa, mas não é significativa. Quanto à *performance* e à dimensão da empresa (hipótese 1c e 1d), esperávamos uma relação positiva, e de facto os coeficientes são positivos e com níveis de significância de 1%, o que vem corroborar as hipóteses 1c e 1d. Assim, sugere-se que empresas com elevados

níveis de *performance* e grandes dimensões tendem a distribuir mais dividendos. Estes resultados são consistentes com os resultados de Mitton (2004).

Em relação ao modelo 2, constatamos que os resultados não são significativos. Por isso, não é possível proceder a conclusões. A hipótese 2c não tem evidência estatística.

4.3 As medidas de governo das sociedades (relativas às empresas a ao país) e a distribuição de dividendos

No Quadro 4.2, estão os coeficientes e respetivos erros das regressões lineares das equações 3 (coluna 1) e 4 (coluna 2). No modelo 3, o objetivo é determinar se as medidas de governo das sociedades relativas ao país também têm influência no rácio de distribuição dos dividendos. Em relação à hipótese 3a e 3f, verificamos que os resultados não são significativos. Por isso, não podemos tirar conclusões, nem corroborar as hipóteses.

Quadro 4.2: As medidas de governo das sociedades (relativas às empresas a ao país) e a distribuição de dividendos

	Modelo 3	
	1	2
Variável dependente é RACIO_DIV		
IND_PROT_INV	-0,007 (0,013)	
BASE_LEGIS		0,007 (0,036)
CGQ	0,0015*** (0,0004)	0,00141*** (0,00047)
CRESC_ATIVOS	-0,127 (0,115)	-0,126 (0,114)
ROA	1,705*** (0,217)	1,666*** (0,232)
DIM_EMP	0,030*** (0,007)	0,031*** (0,007)
COD_ICB	Sim	Sim
N	413	413
R^2	0,297	0,296

Nota. Os resultados foram obtidos através do *Stata* (versão 10.1). O Quadro apresenta os resultados da regressão linear simples para as 413 empresas da Europa Ocidental. O índice de governo das sociedades (CGQ) foi retirado da base de dados *Bloomberg Professional*. Os dados financeiros foram retirados da base de dados *Datastream*. O RACIO_DIV é o rácio entre o dividendo por ação e o lucro por ação. O CRESC_ATIVOS é a taxa de crescimento do total dos ativos. O ROA é o rácio entre o RAJI e o total dos ativos. A DIM_EMP é o

Quadro 4.2: As medidas de governo das sociedades (relativas às empresas a ao país) e a distribuição de dividendos (continuação)

logaritmo do total dos ativos. A DIM_EMP é o logaritmo do total dos ativos. As variáveis BASE_LEGIS e IND_PROT_INV foram retiradas de Claessens *et al.* (2001) e La Porta *et al.* (1998). Os dados relativos à indústria seguem a classificação do *Industry Classification Benchmark* (ICB) e foram retirados da base de dados *Datastream*. Os erros estão apresentados entre parênteses. *, ** e *** representam, respetivamente, 10%, 5% e 1% de nível de significância.

No Quadro 4.3, está presente o modelo 4 que procura analisar o impacto das medidas de governo das sociedades relativas ao país, quando associadas ao índice de governo das sociedades, no rácio de distribuição dos dividendos. A coluna 1 apresenta-nos a estimação da equação 5 e a coluna 2, a estimação da equação 6. Em ambos os casos os coeficientes são muito pequenos e não significativos.

Quadro 4.3: O efeito da interação entre as componentes do governo das sociedades (relativas ao país e às empresas) na política de dividendos

Modelo 4		
	1	2
Variável dependente é RACIO_DIV		
CGQ	0,001*** (0,000)	0,001 (0,001)
CGQ.IND_PROT_INV		0,000 (0,000)
CGQ.BASE_LEGIS	0,0000 (0,001)	
CRESC_ATIVOS	-0,126 (0,113)	-0,126 (0,114)
DIM_EMP	0,031*** (0,007)	0,031*** (0,007)
ROA	1,682*** (0,217)	1,679*** (0,216)
COD_ICB	Sim	Sim
N	413	413
R²	0,296	0,296

Nota. Os resultados foram obtidos através do *Stata* (versão 10.1). O Quadro apresenta os resultados da regressão linear simples para as 413 empresas da Europa Ocidental. O índice de governo das sociedades (CGQ) foi retirado da base de dados *Bloomberg Professional*. Os dados financeiros foram retirados da base de dados *Datastream*. O RACIO_DIV é o rácio entre o dividendo por ação e o lucro por ação. O CRESC_ATIVOS é a taxa de crescimento do total dos ativos. O ROA é o rácio entre o RAJI e o total dos ativos. A DIM_EMP é o logaritmo do total dos ativos. As medidas externas do governo das sociedades foram retiradas de Claessens *et al.* (2001) e La Porta *et al.* (1998). Os dados relativos à indústria seguem a classificação do *Industry Classification Benchmark* (ICB) e foram retirados da base de dados *Datastream*. Os erros estão apresentados entre parênteses. *, ** e *** representam, respetivamente, 10%, 5% e 1% de nível de significância.

4.4 A causalidade reversa entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição de dividendos

No capítulo da metodologia evidenciámos o risco de endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos. Para verificarmos se efetivamente estas variáveis são endógenas, precisamos de um conjunto de instrumentos que se encontram relacionados com o índice de governo das sociedades e que só se relacionam com o rácio de distribuição de dividendos através do índice de governo das sociedades. Segundo Drobetz *et al.* (2004), estes instrumentos podem ser escolhidos baseados apenas em critérios económicos.

No Quadro 4.4, apresentamos os coeficientes estimados dos instrumentos, os seus níveis de significância, o teste de Stock e Yogo (2005), o teste de Sargan e o teste de Hausman. Em relação ao teste de Stock e Yogo (2005), que visa verificar se os instrumentos são fracos, este tem um valor de 1.948, o que é inferior ao ponto crítico de 7.25. Por isso, não rejeitamos a hipótese nula, que nos indica que os instrumentos têm uma fraca relação com a variável considerada endógena. Em relação ao teste de Sargan, o resultado de 2.202 não é significativo, indicando que não podemos rejeitar a hipótese nula. Neste caso a hipótese nula visa testar se os instrumentos são exógenos, ou seja não estão relacionados com o rácio de distribuição de dividendos. Assim, corroboramos a hipótese nula de que os instrumentos são exógenos. Em suma, os resultados sugerem que os instrumentos são válidos, embora fracos, para a explicação do nosso modelo.

Quadro 4.4: **Validade e ausência de endogeneidade dos instrumentos**

Instrumentos	Variável dependente	
	CGQ	
ADR	0,052	
BETA	0,048	
Teste de Stock e Yogo(2005)		1,948

(H0:os instrumentos estão pouco relacionados com as variáveis endógenas)

Quadro 4.4: **Validade e ausência de endogeneidade dos instrumentos** (continuação)

Instrumentos	Variável dependente
	CGQ
Teste de Sargan	2,202
(H0: o termo de erro não está correlacionado com os instrumentos)	
Teste de Hausman	18,76

Nota. Os resultados foram obtidos através do *Stata* (versão 10.1). O índice de governo das sociedades (CGQ) foi retirado da base de dados *Bloomberg Professional*. Os dados financeiros foram retirados da base de dados *Datastream*. O RACIO_DIV é o rácio entre o dividendo por ação e o lucro por ação. O ADR é uma variável binária que assume 1 se a empresa emite ADR e 0 em caso contrário. O BETA é o rácio entre a covariância da rendibilidade do ativo e a rendibilidade do mercado e a variância da rendibilidade do mercado. No Quadro 4.4 estão apresentados apenas os coeficientes dos instrumentos.

Por último, realizámos o teste de Hausman. Este teste apresenta um resultado de 18.76 com nível de significância de 1%. Os resultados evidenciam que as estimações efetuadas com as variáveis instrumentais são preferíveis à regressão linear simples. Assim, podemos concluir que existe de facto um problema de endogeneidade na relação entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos.

De forma a sintetizar todos os resultados deste trabalho empírico, apresentamos no Quadro 4.5 uma compilação dos resultados das hipóteses apresentadas. Conseguimos constatar que corroboramos todas as hipóteses do modelo 1. Para as outras hipóteses os resultados apresentam-se no sentido esperado mas sem serem significativos.

Quadro 4.5: **Compilação dos resultados das hipóteses**

Hipótese	Evidência empírica	
Hipóteses 1a; 2a; 3b; 3g; 4a e 4f	Um elevado índice de governo das sociedades está associado a um elevado rácio de distribuição de dividendos.	Sim
Hipóteses 1b; 2b; 3c; 3h; 4c e 4h	As oportunidades de crescimento da empresa encontram-se negativamente relacionadas com o rácio de distribuição de dividendos.	Sim
Hipótese 1c; 2d; 3d; 4d e 4i	Um elevado nível de <i>performance</i> da empresa está associado e um elevado rácio de distribuição de dividendos.	Sim

Quadro 4.5: **Compilação dos resultados das hipóteses** (continuação)

Hipótese		Evidência empírica
Hipótese 1d; 2e; 3e; 4e e 4j	A dimensão da empresa está positivamente relacionado com o rácio de distribuição de dividendos.	Sim
Hipótese 2c	A relação entre as oportunidades de crescimento da empresa e o rácio de distribuição de dividendos é negativa, e torna-se mais negativa quando o índice de governo das sociedades aumenta.	Sem evidência
Hipótese 3a	O índice de proteção dos investidores está positivamente relacionado com o rácio de distribuição de dividendos.	Sem evidência
Hipótese 3f	A base legislativa do país está positivamente relacionado com o rácio de distribuição de dividendos.	Sem evidência
Hipótese 4b	Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto da base legislativa do país no rácio de distribuição de dividendos.	Sem evidência
Hipótese 4g	Quanto maior for o índice de governo das sociedades maior será o impacto do índice de proteção dos investidores no rácio de distribuição de dividendos.	Sem evidência

Nota. Este Quadro apresenta as hipóteses que foram deduzidas no capítulo da metodologia e os resultados obtidos. Se obtivemos evidência estatística para a corroboração das hipóteses, então colocámos “Sim”. Caso não tenhamos obtido resultados com evidência estatística, então colocámos “Sem evidência”.

4.5 Conclusões

A temática do governo das sociedades é atual. Em teoria, o governo das sociedades deve diminuir os conflitos de agência entre gestores e investidores através de mecanismos ao dispor dos investidores. Ao ter um índice de governo das sociedades elevado significa que a empresa tende a defender melhor os objetivos dos seus investidores.

Com todas estas regressões conseguimos corroborar as hipóteses do primeiro modelo. Assim, podemos afirmar que, para a nossa amostra, um índice de governo das sociedades elevado está relacionado com um rácio de distribuição também ele mais elevado. Também encontramos sustentação para o facto das empresas com oportunidades de crescimento procurarem reter resultados para os investir no futuro. Conseguimos concluir também que

empresas de maior dimensão têm tendência a distribuir mais dividendos e que empresas mais rentáveis também tendem a distribuir mais dividendos.

Em relação aos outros modelos, os resultados não são significativos. Assim, não conseguimos corroborar mais nenhuma hipótese.

Quanto ao ponto sobre a endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos, conseguimos definir dois instrumentos exógenos, que se revelaram fracos, que diminuem o risco de enviesamento dos resultados. Mesmo assim, os resultados continuam a ser consistentes com os primeiros resultados.

Conclusão

5.1 Síntese das conclusões

O principal objetivo deste estudo foi o de analisar a relação entre o governo das sociedades e a política de dividendos das empresas, para uma amostra de 413 empresas de 17 países da Europa Ocidental. Analisámos a relação entre o índice de governo das sociedades (medidas de governo das sociedades inerentes à empresa) e o rácio de distribuição dos dividendos. Também analisámos o impacto das oportunidades de crescimento; da performance e da dimensão da empresa no rácio de distribuição dos dividendos. Procurámos englobar todas as medidas de governo das sociedades, e por isso, examinámos a ligação entre as medidas de governo das sociedades relativas ao país (a base legislativa e o índice agregado de proteção dos investidores) e o rácio de distribuição dos dividendos. Por fim, analisámos a questão da endogeneidade entre o índice de governo das sociedades e o rácio de distribuição dos dividendos.

Constatámos que o índice de governo das sociedades tem efetivamente um impacto positivo no governo das sociedades. Assim, empresas com elevados níveis de governo têm tendência a distribuir mais dividendos, o que vai ao encontro ao enunciado por La Porta *et al.* (2000). Também encontramos sustentação para o facto das empresas de maior dimensão e com melhores níveis de performance terem uma relação positiva com o rácio de distribuição dos dividendos, e assim distribuírem mais dividendos. Tal como esperávamos, quando uma empresa se encontra perante fortes oportunidades de crescimento tende a reter resultados para futuros investimentos. Assim, as oportunidades de crescimento apresentaram uma relação negativa com o rácio de distribuição dos dividendos. Em relação às medidas de governo das sociedades relativas ao país, os resultados não foram significativos. No entanto, estes apresentam-se no sentido esperado, ou seja, as medidas de governo das sociedades relativas ao país tiveram um impacto positivo no rácio de distribuição dos dividendos e têm tendência a tornarem-se complementares com o índice de governo das sociedades. Todos estes resultados

estão em linha com os resultados de Mitton (2004). A questão da endogeneidade revelou ser uma questão complexa. Para a resolver, tivemos que encontrar dois instrumentos exógenos. Utilizando a metodologia das variáveis instrumentais, verificámos que os resultados se afiguram consistentes com os resultados do modelo de base, ou seja, quanto maior a qualidade do governo da empresa maior será o seu rácio de distribuição de dividendos

5.2 Contribuições

O nosso estudo contribui para a literatura em vários sentidos, relativamente às medidas de governo das sociedades, à amostra que foi utilizada e à problemática da endogeneidade. Primeiro, neste estudo, decidimos olhar para o governo das sociedades como um todo, englobando as medidas de governo das sociedades relativas às empresas e ao país. Muitos estudos (por exemplo, Jiraporn *et al.*, 2011; Jiraporn e Ning, 2006; La Porta *et al.*, 2000) apenas consideram um tipo de medidas de governo das sociedades. Segundo, considerámos na nossa amostra apenas os países da Europa Ocidental, amostra que ainda não tinha sido analisada. Por fim, contribuímos para a literatura relativamente quando analisamos a questão da endogeneidade entre o rácio de distribuição de dividendos e o governo das sociedades.

5.3 Limitações e pesquisas futuras

Finalmente, apresentamos algumas limitações ao nosso trabalho e pistas para pesquisas futuras. As limitações deste estudo estão associadas à amostra, ao índice de governo e ao rácio utilizado para calcular a distribuição dos dividendos. No nosso estudo, utilizámos 17 países da Europa Ocidental. Quando comparamos a nossa amostra com uma amostra de países emergentes, notamos que têm, quanto às medidas de governo das sociedades relativas ao país, características muito próximas. Por isso, poderia proceder-se a uma escolha de países mais representativos de uma amostra de países desenvolvidos. Realizámos o nosso estudo com o índice CGQ disponibilizado pelo ISS, apesar de ser um índice bastante completo, ele já tem um sucessor, o *Governance Risk Indicators*. Seria interessante utilizar este novo índice para testar as hipóteses estabelecidas. O índice é similar ao CGQ mas evolui em alguns aspetos. O novo índice é composto por apenas quatro categorias (auditoria, conselho de administração, direitos dos acionistas e a remuneração dos dirigentes e executivos) e o seu

resultado analisa-se em termos absolutos. Por fim, neste estudo utilizámos como medida de distribuição dos dividendos, o rácio entre os dividendos e os lucros. Mas é obviamente possível utilizar outras medidas alternativas como o rácio entre os dividendos e as vendas ou o rácio entre o dividendo e o cash-flow ou ainda o rácio entre os dividendos e os ativos como foi utilizado por Jiraporn *et al.* (2011).

Referências bibliográficas

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. e Williamson, R. (2009). Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation Between Corporate Governance and Shareholder Wealth. *Review of Financial Studies*, 22, 3131–3169.
- Allayannis, G., Lel, U. e Miller, D. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65–79.
- Bauer, R., Guenster, N. e Otten R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe : The effect on stock returns , firm value. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104.
- Bauer, R., Eichholtz, P. e Kok, N. (2009). Corporate Governance and Performance: The REIT Effect. *Real Estate Economics*, 38(1), 1–29.
- Black, B., Jang, H. e Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 22(2), 366-413.
- Black, B., Love, I. e Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361–379.
- Brown, L. e Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Brown, L. e Caylor, M. (2008). Corporate Governance and Firm Operating Performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 129–144.
- Chen, K., Chen, Z. e Wei, K. (2003). Disclosure , Corporate Governance , and the Cost of Equity Capital : Evidence from Asia's Emerging Markets. *Working Paper*.
- Claessens, S., Djankov, S. e Nenova, T. (2001). Corporate Risk around the World. *Financial Crises in Emerging Markets* (pp. 305–338).
- Cronbach, L. (1987). Statistical tests for moderator variables: Flaws in analyses recently proposed. *Psychological Bulletin*, 102(3), 414-417.
- Denis, D. e McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36.

- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (2008). The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430–465.
- Doidge, C., Andrewkarolyi, G. e Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. e Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293.
- Durnev, A. e Kim, E. (2005). To Steal or Not to Steal : Firm Attributes , Legal Environment , and Valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Epps, R. e Cereola, S. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company’s operating performance? *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135–1148.
- Ertugrul, M. e Hegde, S. (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Financial Management*, 38(1), 139–160.
- Faccio, B., Larry, H., Lang, P. e Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54–78.
- Góis, C. (2009) “Financial Reporting Quality and Corporate Governance: The Portuguese Companies Evidence”, 32nd Annual Congress European Accounting Association, May, Tampere, Finland.
- Gompers, P., Ishii, J. e Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Gugler, K. e Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiraporn, P., Kim, J. e Kim, Y. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Jiraporn, P. e Ning, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, 24–36.
- John, K. e Knyazeva, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. *Working Paper*. New York University and University of Rochester.
- Jorge, M. (2012). Risk management, corporate governance and firm value: evidence from Euronext non-financial firms. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia - Universidade de Coimbra, Portugal

- Klapper, L. e Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *Finance*, 61(1), 1-32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1115–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lel, U. (2012). Currency hedging and corporate governance: a cross-country analysis. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 221–237.
- Michaely, R. e Roberts, M. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review of Financial Studies*, 25(3), 711–746.
- Miller, M. e Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215–241.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409–426.
- Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. (2004).
- Palepu, K., Kogan, J. e Khanna, T. (2002). Globalization and Similarities in Corporate Governance : A Cross-Country Analysis. *Social Science Research*.
- Renneboog, L. e Szilagyi, P. (2006). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Working Paper*. Tilburg University.
- Shleifer, A. e Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. System. Amherst, NY: Prometheus Books.
- Stock, J. e Yogo, M. (2005). Testing for weak instruments in linear IV regression. *Identification and inference for econometric models: essays in honor of Thomas Rothenberg* (pp. 80–108).