



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO
MATEMÁTICA FINANCEIRA

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

IMPACTO DA QUALIDADE DA GOVERNAÇÃO NO
DESEMPENHO DO MERCADO ACIONISTA: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA

KEILA PATRÍCIA FERNANDES FURTADO

MAIO - 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
MATEMÁTICA FINANCEIRA**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

IMPACTO DA QUALIDADE DA GOVERNAÇÃO NO
DESEMPENHO DO MERCADO ACIONISTA: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA

KEILA PATRÍCIA FERNANDES FURTADO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES

MAIO - 2014

Aos meus amados e adorados pais e irmãos,
Apolônio, Felismina, Fábio e Ricardo.

Resumo

Este estudo analisa o impacto da qualidade da governação de um país no desempenho do mercado acionista num universo de 20 países da Europa, para o período de 2002 a 2012. Para tal usa-se seis indicadores da qualidade da governação sendo eles Voz e Responsabilidade, Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo, Eficácia Governamental, Qualidade Regulamentar, Estado de Direito e Controlo da Corrupção. Como medidas de desempenho dos mercados acionistas usa-se o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$), o Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$) e o Índice de Sharpe ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$). Aplica-se para o efeito o modelo de regressão linear múltipla com dados em painel e usa-se seis indicadores macroeconómicos como variáveis de controlo.

Os resultados obtidos diferem de acordo com a medida de desempenho de mercado em análise. Através do $R_i - R_E$ nenhum indicador da governação apresenta-se estatisticamente significativo para explicar o desempenho de mercado. Quando se considera o $R_i - R_f$ o indicador Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo apresenta uma influência negativa e significativa no desempenho de mercado e o indicador Voz e Responsabilidade uma influência positiva e significativa. O único indicador da governação que apresenta-se estatisticamente significativo para explicar o $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ é o indicador Voz e Responsabilidade apresentando uma influência positiva.

Palavras-chave: Governação de um País, Qualidade da Governação, Mercado Acionista, Retorno Acionista, Dados de Painel.

Abstract

This study analyzes the impact of country-level governance quality on stock market performance for a universe of 20 European countries, for the period from 2002 to 2012. For this purpose we use six governance quality indicators as they are Voice and Accountability, Political Stability an Absence of Violence/Terrorism, Government Effectiveness, Regulatory Quality, Rule of Law and Control of Corruption. As stock market performance measures we use the Excess Return of Risk Free-Rate ($R_i - R_f$), the Excess Return of European Market Portfolio ($R_i - R_E$) and the Sharpe Ratio ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$). We apply for this purpose a multiple linear regression model with panel data and six macroeconomic indicators as control variables.

The results vary according to the market performance measure analyzed. Through $R_i - R_E$ none governance indicator is presented to be statistically significant in explaining market performance. When considering $R_i - R_f$ the Political Stability an Absence of Violence/Terrorism indicator is presented to have a significant negative association with the market performance measure and the Voice and Accountability indicator to have a significant positive one. Voice and Accountability is the only one governance indicator presented to have statistically significant influence in $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ presenting a positive influence.

Keywords: Country-level Governance, Governance Quality, Stock Market, Stock Return, Panel Data.

Agradecimentos

Chegado ao fim de mais uma importante etapa no meu percurso acadêmico, cabe aqui deixar, em particular, um bem-haja:

A todos os familiares e amigos que acompanharam-me ao longo desta jornada.

Um especial agradecimento ao Emanuel e ao Gilson pela preciosa e indispensável ajuda nos estudos.

À professora doutora Maria João Coelho Guedes pela orientação.

À professora doutora Isabel Proença pela ajuda, disponibilidade e atenção.

Ao Hamed, pelo carinho, atenção, compreensão e sobretudo pela paciência nos momentos cruciais.

Por fim, os últimos são os primeiros, um especial agradecimento aos meus pais e irmãos pelo apoio, carinho e compreensão sem limites, pois, sem eles não teria decerto chegado até aqui.

A todos, um muito obrigado!

Índice

Resumo	IV
Abstract	V
Agradecimentos	VI
Índice	VII
Índice de Tabelas	VIII
Lista de Abreviaturas	IX
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	2
2.1. Enquadramento Teórico da Governação de um País	2
2.2. O Mercado Acionista e a Economia.....	3
2.3. A Qualidade da Governação e o Mercado Acionista	5
2.3.1. Os Mecanismos de <i>Corporate Governance</i>	5
2.3.1.1. Leis de Proteção aos Investidores	6
2.3.1.2. Mecanismos de Proteção Fornecidos pelas Empresas	9
2.3.2. A Abertura e a Liberalização dos Mercados Acionistas	11
2.3.3. O Nível de Risco dos Mercados Acionistas.....	11
3. Dados e Metodologia	12
3.1. Definição das Variáveis	12
3.1.1. Variáveis Dependentes	13
3.1.2. Variáveis Independentes.....	14
3.2. Metodologia	17
3.3. Hipóteses de Estudo.....	19
4. Análise de Resultados	22
5. Conclusão	32
5.1. Considerações Finais	32
5.2. Críticas e Limitações.....	34
5.3. Sugestões para Investigações Futuras	34
6. Referências Bibliográficas	36

Índice de Tabelas

Tabela I - Descrição das Medidas de Desempenho de Mercado	13
Tabela II - Descrição dos Indicadores da Governação	15
Tabela III - Descrição dos Indicadores Macroeconómicos	16
Tabela IV - Resumo dos Sinais Esperados para os Indicadores da Governação	22
Tabela V - Estatística Descritiva das Variáveis.....	23
Tabela VI - Matriz de Correlação das Variáveis.....	24
Tabela VII - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $R_i - R_f$	26
Tabela VIII - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $R_i - R_E$	29
Tabela IX - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$	31

Lista de Abreviaturas

CG - *Corporate Governance*

FE – *Fixed Effects*

MSCI - *Morgan Stanley Capital International*

OCDE - *Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico*

OLS – *Ordinary Least Squares*

PIB - *Produto Interno Bruto*

RE – *Random Effects*

STATA – *Data Analysis and Statistical Software*

UNDP - *United Nations Development Programme*

χ^2 - *Chi-square Statistic*

WGI - *Worldwide Governance Indicators*

1. Introdução

O sistema financeiro constitui um complexo mecanismo de promoção do desenvolvimento num país, pelo que é necessário que os países tenham fortes sistemas de controlo que permitam alcançar o bom funcionamento do mesmo. A atual conjuntura de instabilidade financeira, decorrente da crise financeira de 2008, e a crescente onda de globalização têm vindo a reforçar cada vez mais a necessidade dos países criarem melhores formas de controlar e supervisionar o funcionamento do seu sistema financeiro de modo a evitar que haja fraude e má gestão. Assim, torna-se cada vez mais evidente a ideia de que a qualidade da estrutura de governação de um país desempenha um papel muito importante no desenvolvimento financeiro do mesmo, e conseqüentemente no desenvolvimento dos seus mercados de capitais, particularmente os mercados acionistas. Neste contexto, torna-se necessário a realização de estudos que permitam perceber melhor qual o impacto da boa ou má governação dos países no desempenho e no desenvolvimento dos seus mercados acionistas. A percepção de tal impacto poderá ser de grande importância na luta, travada pelos países, contra a crescente onda de recessão económica e financeira, pois, assim poderão pôr em prática medidas que permitam melhorar os pontos fracos do funcionamento dos seus mercados acionistas.

Este trabalho consiste na análise dos retornos de ações de 20 países europeus para o período de 2002 a 2012, tendo em conta seis indicadores da qualidade da governação de um país (Voz e Responsabilidade, Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo, Eficácia Governamental, Qualidade Regulamentar, Estado de Direito e Controlo da Corrupção) disponibilizados pelo Banco Mundial, e da autoria de Kaufmann et al. (2010).

O presente estudo encontra-se estruturado conforme se descreve a seguir. A revisão da literatura é apresentada na secção seguinte, capítulo 2; no capítulo 3 apresentam-se os dados e

a metodologia usada, bem como as hipóteses de estudo; no capítulo 4 é apresentado os resultados, e por fim, o capítulo 5 é reservado às considerações finais que incluem a análise crítica do trabalho, assim como as limitações do mesmo e sugestões para estudos futuros.

2. Revisão da Literatura

2.1. Enquadramento Teórico da Governação de um País

Para Adejumobi (2006, pág. 6), a governação "(...) refere-se essencialmente à gestão das estruturas e instituições do Estado."

Segundo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico - OCDE (1995), governação denota o uso de autoridade política e o exercício de controlo numa sociedade, em relação à gestão dos seus recursos de desenvolvimento económico e social.

Conforme a definição apresentada por Fukuyama (2013, pág. 3), por governação entende-se "a capacidade de um governo para elaborar e implementar regras, e para prestar serviços, independentemente do facto de esse governo ser ou não democrático".

Uma definição bastante conhecida e utilizada pelo Banco Mundial é a de Kaufmann et al. (2010) em que definem a governação como sendo as tradições e as instituições através das quais a autoridade é exercida num país. Isso inclui, de acordo com a United Nations Development Programme - UNDP (2007), os mecanismos e os processos através dos quais os cidadãos, o Estado e o setor privado articulam os seus interesses, exercem os seus direitos legais, cumprem as suas obrigações e resolvem as suas diferenças.

Constata-se, assim, que as diversas definições de governação apresentadas nos mais diversos estudos convergem-se no termo referindo-se a um processo pelo qual o poder é exercido.

A governação tem-se tornado uma questão política importante em muitos países (Low et al., 2011) na medida em que pode-se obter grandes resultados em termos de desenvolvimento a partir da melhoria da sua governação. Um país, além de reduzir o analfabetismo e a mortalidade infantil, pode quase sempre triplicar o rendimento *per capita* da sua população no longo prazo, quando consegue ter melhorias governamentais passando de um nível relativamente baixo para um nível médio (Kaufmann, 2005).

A boa governação tem sido associada à transparência, o Estado de direito, serviços públicos eficientes, bons direitos civis, etc., ou seja, é tipicamente definida em termos dos mecanismos necessários para promover-lo (World Bank, 2013). De acordo com Graham (2008), a boa governação implica fazer *trade-offs* difíceis entre objetivos altamente desejáveis, e é alcançado através da tentativa de garantir que aqueles que fazem tais *trade-offs* são bem motivados, tanto quanto o possível, e que acima de tudo estão sujeitos a mecanismos de responsabilização que são suficientes para assegurar que fazem escolhas justificáveis, mesmo que contestáveis. O impacto de uma boa governação é, segundo Knack (2001), aparentemente progressivo, e na pior das hipóteses tem efeitos nulos sobre a distribuição de rendimentos dentro de um país, sendo a boa governação, na forma de instituições que estabelecem um conjunto de regras imparciais previsíveis e aplicados de forma coerente para os investidores, crucial para o crescimento rápido e sustentado do rendimento *per capita* em países pobres.

2.2. O Mercado Acionista e a Economia

O mercado acionista desempenha um papel importante enquanto instituição económica que permite aumentar a eficácia na alocação e formação de capitais, através da diversificação dos serviços do setor financeiro. Por um lado, permite que empresas cotadas aumentem o seu capital de longo prazo, permitindo-lhes, assim, financiarem novos projetos de investimentos e

expandirem outras actividades e, por outro, proporciona aos investidores aplicações alternativas para as suas poupanças (Olweny & Kimani, 2011).

Muitos países têm tentado estimular, segundo Forti et al. (2011), os níveis de investimento e de desenvolvimento dos seus mercados acionistas como forma de alcançarem crescimento económico e bem-estar social. Esta ideia é reforçada por Aduda et al. (2012, pág. 227) que referem que *“Any nation that seeks economic growth must focus on developing its stock market”*. O desenvolvimento do mercado acionista ocorre, entretanto, em conjunto com outros aspetos do desenvolvimento financeiro (Arestis et al., 2001), sendo que de acordo com Garcia & Liu (1999) os mercados (acionistas e obrigacionistas) e os intermediários financeiros (fundos de pensões, seguradoras e bancos) constituem a principal divisão de um sistema financeiro. Países com um mercado acionista bem desenvolvido também apresentam um sistema de intermediação financeiro bem desenvolvido enquanto países com fraco desenvolvimento do mercado acionista tendem a apresentar um fraco sistema de intermediação financeiro (Arestis et al., 2001).

Dawson (2008) verifica que o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico estão positivamente relacionados. O sistema financeiro aumenta a capacidade produtiva dos setores de produção através da especialização em fundos de investimentos, diversificação do risco, gestão de liquidez e avaliação e monitorização de projetos (Garcia & Liu, 1999). Quando se atribui capital às unidades de produção económicas está-se a impulsionar o desempenho da economia, e, enquanto as economias estão a desenvolver, serão necessários fundos adicionais para atender à rápida expansão, e portanto, o mercado acionista pode servir de ferramenta apropriada para a alocação e mobilização de poupanças entres os agentes económicos, que são fundamentais para o crescimento e eficácia da economia (Olweny & Kimani, 2011).

2.3. A Qualidade da Governação e o Mercado Acionista

Daouk et al. (2006) definem a governação do mercado de capitais como o conjunto de leis e regulamentos que dirigem o funcionamento desses mercados sendo o grau de aplicação dessas leis e regulamentos mais importantes que as próprias leis e regulamentos em si. O sistema institucional que regula os mercados financeiros é constituído, de acordo com Hooper et al. (2009), por órgãos jurídicos, políticos e de supervisão que proporcionam a ordem e a coesão nas atividades empresariais. Os autores referem ainda que a qualidade dessas instituições, assim como a sua capacidade para supervisionar os mercados financeiros são definidos por fatores como o funcionamento equitativo de processos jurídicos, o grau de estabilidade político, o nível de corrupção e de responsabilização. Os mercados acionistas enfrentam, de acordo com Olweny & Kimani (2011), sérias restrições se não forem devidamente monitorizados. A maioria desses mercados, especialmente os dos países em desenvolvimento, enfrentam, de acordo com os autores, constrangimentos que resultam em implicações sérias tais como problemas de liquidez e ausência de atividades. O funcionamento do mercado de capitais é afetado pela qualidade da estrutura governamental do país através da sua influência sobre a disponibilidade de financiamento externo, a avaliação de mercado, os custos de obtenção de fundos, e a qualidade dos investimentos (Low et al., 2011).

A seguir apresentam-se os diversos pontos que relacionam a importância da qualidade da governação de um país com o desempenho do seu mercado acionista.

2.3.1. Os Mecanismos de Corporate Governance

Segundo Lauterbach & Shahmoon (2010), um dos principais objetivos por detrás da regularização dos mercados de capitais é a definição de um conjunto de regras, regulamentos e princípios que garantam um compromisso justo e responsável entre as empresas, seus gestores

e os seus investidores minoritários, ou dito de outra forma, é a criação de um sistema de *Corporate Governance* que seja adequado.

Um bom sistema de *Corporate Governance* (CG) deve proporcionar, segundo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico - OCDE (2004), incentivos adequados para que o órgão de administração prossiga objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas. O desenvolvimento dos mercados acionistas depende, segundo Forti et al. (2011), de boas práticas de CG na medida em que a adoção de um sistema eficaz de CG aumenta a liquidez, o volume de negócios e a avaliação de ações. O funcionamento eficaz dos mecanismos de CG depende, por sua vez e segundo Low et al. (2011), da qualidade da estrutura governamental do país, visto que as empresas não operam no vazio e que portanto são afetadas pelo sistema de governação do país onde operam. A governação do país afeta de diversas formas as atividades empresariais, seja através do controlo da concorrência, da cobrança de impostos, da atribuição de subsídios, ou da aplicação de leis, sendo estas políticas alteradas ao longo do tempo provocando reações de preços nos mercados acionistas (Pastor & Veronesi, 2011).

2.3.1.1. Leis de Proteção aos Investidores

Os acionistas, enquanto investidores externos, têm, por lei, poderes que variam desde o direito de votar em decisões importantes relacionados com a empresa, incluindo a eleição dos seus membros diretivos, ao direito de receberem os mesmos dividendos por ações que os *insiders* (gestores e acionistas com poder de controlo) e de processarem a empresa em caso de danos (La Porta et al., 1998). Alguns desses direitos incluem ainda, segundo La Porta et al. (2000), normas contabilísticas e de divulgação que oferecem aos investidores a informação de que necessitam para o exercício de outros direitos. Shleifer & Vishny (1997) afirmam que a principal

razão pela qual os investidores estão dispostos a financiar empresas é o facto de receberem em troca direitos de monitorização, e assim sendo, se os gestores da empresa violarem os termos do contrato os financiadores da mesma têm o direito de recorrer aos tribunais como forma de fazerem valer os seus direitos. Geralmente, o cumprimento das leis e regulamentos envolve vários órgãos tais como reguladores de mercados, tribunais, empresas ou os próprios participantes do mercado, contudo, o nível de execução e cumprimento das leis depende da qualidade da estrutura governamental do país (Low et al., 2011). A capacidade do sistema jurídico para fazer cumprir os direitos contratuais dos acionistas incide, de acordo com Hooper et al. (2009), sobre a probabilidade de expropriação¹ e em última instancia sobre os lucros das empresas. A lei permite o aumento do preço de transação dos títulos ao limitar a expropriação, e isso por sua vez permite que mais empresários financiem os seus investimentos externamente, levando à expansão dos mercados financeiros (La Porta et al., 2002). Isso acontece porque melhor proteção jurídica assegura aos investidores que além de receberem o seu investimento inicial também recebem parte dos lucros da empresa, na forma de juros ou de dividendos, e esta certeza motiva-os a pagarem mais pelos ativos financeiros fornecidos pelas empresas, seja na forma de menor rendibilidade exigida ou na forma de maior preço (Anderson & Gupta, 2009). La Porta et al. (2002) afirmam que o desenvolvimento do mercado financeiro fica atrofiado quando as leis não protegem os investidores. Contudo, Bhattacharya & Daouk (2002) mostram que não é o simples estabelecimento de leis que está associado à redução dos custos de financiamento através dos mercados acionistas mas sim a sua aplicação, uma vez que, tais custos não se

¹ Expropriação ocorre, de acordo com La Porta et al. (2000), quando os *insiders* (gestores e acionistas com poder de controlo) usam os lucros da empresa em benefícios próprios ao invés de pagarem aos seus investidores externos (acionistas e credores). Isso ocorre quando os *insiders* simplesmente roubam os lucros da empresa ou então vendem os ativos da mesma a outras empresas de sua propriedade a preços abaixo do mercado. A expropriação pode ainda assumir a forma de desvio de oportunidades corporativas para a empresa através de pagamentos excessivos aos executivos ou através da contratação de um familiar, possivelmente desqualificado, para um cargo de gestão.

alteram após a introdução de leis que regulam as atividades dos *insiders*² mas diminui significativamente após a sua primeira aplicação.

Melhores normas contabilísticas reduzem, segundo Lombardo & Pagano (2000a), o custo de monitorização do desempenho da empresa, suportados pelos acionistas, através da redução da necessidade de recorrer a conselhos de especialistas (contabilistas, advogados e analistas financeiros) que são dispendiosos. Segundo Low et al. (2011), os mercados acionistas com fraca estrutura de governação têm maiores custos de transação³ e de agência⁴ do que aqueles com boa governação. Conforme sugerido por Gompers et al. (2001), fraca proteção legal aos direitos dos acionistas conduz a elevados custos de agência relacionados com o sobre investimento e o uso abusivo de privilégios por parte dos gestores conduzindo, portanto, a menores lucros para a empresa, ou seja, a elevada expropriação faz, segundo Low et al. (2011), com que as empresas paguem menores taxas de retorno aos seus investidores. Boa governação reduz, segundo Hooper et al. (2009), os custos de transação associados às operações das empresas aumentando as oportunidades de investimentos em projetos lucrativos disponíveis às mesmas e a perspetiva de crescimento e, portanto, aumenta a procura por financiamento externo através dos mercados acionistas de forma a arrecadar fundos para as atividades operacionais das empresas, e isso em conjunto com a redução dos custos de agência derivada da melhor aplicação institucional dos mecanismos de CG deve aumentar a rendibilidade dos acionistas.

Baixas rendibilidades reduzem, segundo Giannetti & Koskinen (2010), os incentivos de investimento em ações para os investidores que não são ricos o suficiente para adquirir participações importantes no capital e participar na extração de benefícios privados intrínsecos

² Atividade dos *insiders* refere-se à negociação de ações ou de outros ativos de uma empresa por pessoas com acesso a informações confidenciais ou não públicas (Cornell University Law School, 2014).

³ Os custos de transação podem ser imputados às mais diversas razões tais como execução de contratos, impostos sobre transações, taxas de comissão de corretagem, tempo envolvido na aquisição de conhecimentos e manutenção de registos dos ativos, etc. (Cipriani & Guarino, 2007).

⁴ Jensen & Meckling (1976) definem custos de agência como a soma de três parcelas: custos de monitorização (auditoria, supervisão, controlo de custos, etc.) dos gestores suportados pelos acionistas; custos relativos à limitação do comportamento dos gestores; e perdas residuais dessa relação.

ao controlo. Neste sentido, os autores afirmam que existe uma crescente evidência de que investidores de carteiras de ativos evitam fazer aplicações em empresas ou países que apresentam um sistema de CG que seja frágil. Assim sendo, investidores de países com um sistema de CG forte preferem investir no seu próprio país, e portanto, quando o sistema de proteção aos investidores é frágil os investidores domésticos são menos propensos a participar no mercado acionista nacional, pois, estão mais interessados em investir em países estrangeiros que oferecem melhores condições de proteção que os seus países. Deste modo, proteção aos investidores frágil reduz os incentivos à participação no mercado nacional, tanto para investidores externos nacionais como estrangeiros. Os autores afirmam ainda que espera-se que em países onde o sistema de proteção é frágil também se mantenha a propensão para investir nas ações nacionais, uma vez que, por um lado os investidores domésticos ricos têm fortes incentivos para adquirir blocos de controlo nos seus países quando os investidores menos ricos têm fortes incentivos para investir no exterior e, por outro, os países com baixa proteção são mais atrativos para os investidores estrangeiros ricos que desejam adquirir blocos de controlo.

A diferença que existe entre países ao nível da eficácia dos mecanismos de CG e relativamente aos níveis de desenvolvimento dos mercados de capitais pode ser explicado, segundo Low et al. (2011), por um fator fundamental que é a diferença na forma como os investidores estão protegidos por lei. Assim, a variação na lei e na sua aplicação são fundamentais para perceber porque é que as empresas conseguem obter mais fundos externos em alguns países do que em outros (La Porta et al., 2000).

2.3.1.2. Mecanismos de Proteção Fornecidos pelas Empresas

Como referem Chen et al. (2009), embora melhor proteção legal ajude na aplicação de alguns mecanismos de CG nas empresas, nem todos os mecanismos, tais como a independência do

conselho administrativo, a escolha de auditores bem reputados e a estrutura de propriedade, são completamente implementados por meio da proteção legal. As empresas podem, segundo Klapper & Love (2002), melhorar o sistema de proteção aos investidores através da imposição de mecanismos que evitem que os *insiders* incorram em expropriação aos acionistas minoritários⁵, através da seleção de quadros independentes e qualificados, através da maior divulgação de informações, etc. Doidge et al. (2004) verificam que o grau de adaptação por parte das empresas relativamente à proteção ao investidor garantido pelo Estado depende dos custos e dos benefícios em fazê-lo e que o nível da governação do país influencia o nível da governação nas empresas. Boas práticas de governação nas empresas reduzem, segundo Mousavi et al. (2013), o risco associado às mesmas e conseqüentemente o seu custo de financiamento, o que por sua vez aumenta o valor de mercado das mesmas. Assim sendo, melhor governação nas empresas permite, segundo Anderson & Gupta (2009), que as mesmas tenham acesso aos mercados de capitais sob melhores condições. Contudo, se a empresa localiza-se num país cujo desenvolvimento financeiro e proteção ao investidor são fracos, então, o custo para a obtenção de fundos é elevado e o benefício da facilidade de acesso aos mercados de capitais torna-se, entretanto, inútil, daí que as empresas escolhem adquirir menor quantidade de fundos obtendo conseqüentemente menores benefícios de ter boas práticas governamentais (Doidge et al., 2004). Assim, segundo os autores, empresas com boas oportunidades de crescimento podem ter baixos níveis de governação, pois, não têm grandes incentivos para enveredarem pelos caminhos da boa governação. O desenvolvimento dos mercados acionistas depende, contudo, de boas práticas de governação nas empresas (Forti et al., 2011).

⁵ A dissipação do controlo entre vários grandes investidores minoritários poderá ser um método credível para limitar a expropriação quando a proteção legal é fraca (Chen et al., 2009).

2.3.2. A Abertura e a Liberalização dos Mercados Acionistas

A liberalização do mercado acionista pode fazer com que haja aumento da liquidez e do volume de transações, diminuição dos custos de financiamento, e portanto, estimular o investimento e o crescimento económico (Kim et al., 2013). Devido à globalização, maiores oportunidades de diversificação reduzem o retorno exigido através da redução do prêmio de risco, e o preço das ações nacionais aumenta devido à diminuição da taxa de desconto aplicada a um determinado fluxo de caixa futuro (Stulz, 1999).

As várias reformas estruturais associadas às crescentes tendências de globalização, como por exemplo, a liberalização do comércio, a abertura dos mercados financeiros, os fluxos transnacionais de capitais, e outras reformas económicas ou financeiras têm aumentado, de forma inevitável, a exposição dos países ao risco sistemático, e assim sendo, torna-se importante que os países tenham um bom sistema de governação a fim de se permanecerem relevantes num mercado financeiro global competitivo (Low et al., 2011). Por exemplo, segundo Aggarwal et al. (2005), os fundos mútuos americanos, que constituem a maior fonte de capital social no mundo, investem mais em mercados acionistas abertos emergentes com fortes normas contabilísticas, estrutura jurídica e direito dos acionistas. Os autores reforçam a ideia de que informações contabilísticas de alta qualidade permitem aos investidores estrangeiros protegerem e monitorizarem melhor os seus investimentos e fazerem alocações de capital de forma eficaz.

2.3.3. O Nível de Risco dos Mercados Acionistas

Os investidores associam a péssima governação dos mercados de capitais a maiores níveis de risco, e assim sendo, melhorias na governação destes mercados, tais como uma boa aplicação das leis que regulam as atividades dos *insiders* e o aperfeiçoamento das normas contabilísticas,

estão associadas a um aumento da liquidez de mercado e diminuição dos custos de capital próprio (Daouk et al., 2006).

3. Dados e Metodologia

Este trabalho utiliza uma amostra de 20 países europeus, para o período de 2002 a 2012. A escolha do tempo de execução foi feita com base no período de existência de dados com maior precisão relativamente aos níveis da governação de um país. Os da governação existem desde 1996, contudo, só a partir de 2002 é que são atualizados anualmente. Para os outros anos só existem dados para 1996, 1998 e 2000 e apresentam menores níveis de precisão.

Relativamente ao grupo dos 20 países, a escolha baseou-se no leque de países europeus com todos os dados financeiros completos e disponíveis para todo o período em análise. A amostra é composta por Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Noruega, Países Baixos (Holanda), Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suécia, Suíça e Turquia.

3.1. Definição das Variáveis

Os dados financeiros usados no presente trabalho são o índice de mercado acionista da Morgan Stanley Capital International (MSCI) para a Europa, os índices de mercado acionista da MSCI para cada país em estudo e a taxa de juros da obrigação do tesouro alemão a 12 meses, sendo estes dados usados no cálculo das várias medidas de desempenho dos mercados acionistas. Também usou-se dados relativos a seis indicadores da governação de um país disponibilizados pelo Banco Mundial e a seis indicadores macroeconómicos.

3.1.1. Variáveis Dependentes

A escolha das várias medidas de desempenho de mercados acionistas para variáveis dependentes baseia-se nos trabalhos de Hooper et al. (2009) e Low et al. (2011). Assim sendo, escolheu-se o Excesso de Rendibilidade do Índice da MSCI do país i sobre a taxa de juros da Obrigação do Tesouro alemão, o Excesso de Rendibilidade do Índice da MSCI do país i sobre o Retorno do Índice da MSCI para a Europa e o Índice de Sharpe para cada país, conforme indicado na Tabela I:

Tabela I - Descrição das Medidas de Desempenho de Mercado

Variável	Representação	Descrição
Excesso de Rendibilidade sobre a taxa de juros da Obrigação do Tesouro alemão a 12 meses	$R_i - R_f$ R_i - Taxa de rendibilidade do índice da MSCI do país i ; R_f - Taxa de juros da obrigação do tesouro alemão a 12 meses.	Representa o prémio de risco do país i , ou seja, a rendibilidade exigida pelos investidores pelo facto de se incorrer ao maior risco detendo o ativo com risco ao invés do ativo sem risco.
Excesso de Rendibilidade sobre o Retorno do Índice da MSCI para a Europa	$R_i - R_E$ R_i - Taxa de rendibilidade do índice da MSCI do país i ; R_E - Taxa de rendibilidade do índice da MSCI para a Europa.	O Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado europeu é a medida que indica o quão bem ou mau é o desempenho do mercado acionista do país i relativamente ao mercado europeu.
Índice de Sharpe para cada país	$\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ R_i - Taxa de rendibilidade do índice da MSCI do país i ; R_f - Taxa de juros da obrigação do tesouro alemão a 12 meses; σ_i - Desvio padrão dos retornos do índice da MSCI de cada país (mede a variação do índice do país i).	Esta é uma medida de rendibilidade ajustada ao risco que permite incorporar fatores de risco local tal como a variação em cada índice bolsista, ou seja, esta medida ajusta-se ao risco individual de cada mercado.

Fonte: Hooper et al. (2009), Low et al. (2011), e elaboração própria.

Os dados e as informações relativamente aos índices da MSCI para cada país e para a Europa foram obtidos a partir do *Datastream* e *on-line* em <http://www.msci.com/>, respetivamente. Os índices obtidos representam os retornos totais em euros, que medem o desempenho do mercado acionista tendo em conta o desempenho dos preços e o reinvestimento de dividendos no índice. As taxas de rendibilidades dos índices são anuais e calculadas como $R_i = \ln(P_t/P_{t-1})$ e $R_E = \ln(P_t/P_{t-1})$ onde P_t é o retorno total em euros no instante t e P_{t-1} é o retorno total em

euros no instante $t - 1$ (para cada país e para a Europa consoante o caso). O índice para cada país é usado para calcular o retorno internacional de ações e o índice para a Europa⁶ serve de *proxy* para a carteira de mercado europeu.

Quanto ao ativo sem risco, usou-se a taxa de juros da obrigação do tesouro alemão como medida para a taxa de juros internacional sem risco no contexto da Europa porque a Alemanha é um dos países europeus com melhor histórico de *ratings* relativamente à dívida soberana de curto prazo, fornecido pelos serviços de *ratings* da *Standard&Poor*, para o período em questão, obtidos *on-line* em <http://www.standardandpoors.com>. Usou-se a taxa a 12 meses sendo esta obtida através do *Datastream*.

3.1.2. Variáveis Independentes

Indicadores da Governação

A escolha das medidas da qualidade da governação foi feita com base nos trabalhos, mais uma vez, de Hooper et al. (2009) e Low et al. (2011). Assim sendo, vai-se usar os indicadores subjetivos definidos no projeto "*Worldwide Governance Indicators*" disponibilizados pelo Banco Mundial e da autoria de Kaufmann et al. (2010), disponíveis *on-line* em <http://www.govindicators.org>. Os autores apresentam seis indicadores agregados para a qualidade da governação de um país, sendo eles: Controlo da Corrupção, Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo, Qualidade Regulamentar, Estado de Direito, Voz e Responsabilidade e Eficácia Governamental, conforme indicado na Tabela II:

⁶ O índice de ações da MSCI para a Europa é constituído por 16 países de mercados desenvolvidos: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Noruega, Países Baixos (Holanda), Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

Tabela II - Descrição dos Indicadores da Governação

Variável	Representação	Descrição
Controlo da Corrupção	G_1	Captura a percepção de até que ponto o poder público é exercido em função de ganhos privados, incluindo tanto a pequena corrupção como a corrupção ao mais alto nível, bem como a "captura" do Estado pelas elites e pelos interesses privados.
Estado de Direito	G_2	Captura a percepção de até que ponto os agentes confiam e cumprem as regras da sociedade, e em particular a qualidade da execução de contratos, dos direitos de propriedade, da polícia, dos tribunais, bem como a probabilidade de crimes e violências.
Eficácia Governamental	G_3	Captura a percepção da qualidade dos serviços públicos, da qualidade da administração pública e do seu grau de independência relativamente às pressões políticas, da qualidade da elaboração e implementação de políticas, bem como a credibilidade do compromisso do governo relativamente a tais políticas.
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo	G_4	Captura a percepção da probabilidade de o governo ser instável ou de ser derrubado através de meios violentos ou inconstitucionais, incluindo violência politicamente motivada e terrorismo.
Qualidade Regulamentar	G_5	Captura a percepção da capacidade do governo de elaborar e implementar políticas sólidas e regulamentos que permitem e promovem o desenvolvimento do setor privado.
Voz e Responsabilidade	G_6	Captura a percepção de até que ponto os cidadãos de um país estão habilitados a participar na eleição do seu governo, assim como a percepção da liberdade de expressão, de associação e de imprensa.

Fonte: Kaufmann et al. (2010).

A pontuação para cada um dos seis indicadores varia de -2,5 a 2,5 sendo o valor mais alto representativo de melhor qualidade na governação do país, para cada indicador. Os seis indicadores agregados não devem ser considerados como sendo de alguma forma independentes um do outro dado que pode-se pensar, por exemplo, que o respeito pelo estado de direito conduz a processos mais justos de eleição e de substituição dos governantes, e menos abuso do cargo público a favor de interesses privados, ou ainda, que um governo mais eficaz pode proporcionar um melhor ambiente regulamentar. Assim sendo, é de se esperar que exista uma correlação altamente positiva entre os vários indicadores (como pode-se verificar mais a frente na tabela VI).

O *Worldwide Governance Indicators* (WGI) contém, explicitamente, as margens de erros associadas à estimativa de cada país, e segundo Kaufmann et al. (2010), estas refletem as dificuldades inerentes à medição da governação usando qualquer que seja o tipo de dados. Para

os autores, o WGI permite fazer comparações significativas entre países e ao longo do tempo, mesmo tendo em conta as margens de erro.

Indicadores Macroeconómicos

Os vários indicadores macroeconómicos usados neste estudo foram escolhidos com base nos trabalhos de Cherif & Gazdar (2010) e Yartey (2010). Os autores definiram um conjunto de variáveis macroeconómicas capazes de influenciar o desenvolvimento, e consequentemente o desempenho, dos mercados acionistas, e no presente trabalho escolheu-se usar o Nível de Rendimento, a Taxa de Inflação, a Liquidez do Mercado, o Desenvolvimento do Setor Bancário, a Taxa de Investimento e o Investimento Direto Estrangeiro, conforme indicado na Tabela III:

Tabela III - Descrição dos Indicadores Macroeconómicos

Variável	Representação	Descrição
Nível de Rendimento	NR	Vai-se usar a taxa de crescimento do PIB real como medida do nível de rendimento num país. Há evidências de que o rendimento real e a dimensão do mercado acionista estão altamente correlacionados.
Taxa de Inflação	TInf	O nível da taxa de inflação de um país pode ser um fator importante para o desenvolvimento do seu mercado acionista e espera-se que haja uma relação negativa forte entre esta variável e a capitalização bolsista.
Liquidez do Mercado	LM	Para medir a liquidez do mercado acionista usou-se o valor total de ações transacionadas em percentagem do PIB, ou seja, o valor de ações transacionadas em proporção da dimensão da economia. Quanto mais líquido for o mercado acionista maior é a quantidade de poupanças canalizados através do mercado, portanto, espera-se que maiores níveis de liquidez conduzam a maiores níveis de capitalização de mercado.
Desenvolvimento do Setor Bancário	DSB	Como medida do desenvolvimento do sistema bancário usou-se o valor total do crédito bancário doméstico fornecido ao setor privado em proporção do PIB. O mercado acionista e o setor bancário podem ser tanto complementares como substitutos um do outro, isso na medida em que ambos canalizam poupanças para projetos de investimentos. Espera-se que o crédito bancário seja altamente correlacionado com a capitalização bolsista.
Taxa de Investimento	TInv	O mercado acionista é um importante meio de canalização de poupanças para projetos de investimentos, daí que a taxa de investimento seja considerada um importante determinante da capitalização bolsista. O nível de investimento é medido pelo investimento doméstico bruto (ou formação bruta de capital) em percentagem do PIB.
Investimento Direto Estrangeiro	IDE	O investimento estrangeiro está associado à reformas institucionais e regulamentares, requisitos adequados para cotação em bolsa e práticas comerciais justas. Espera-se que o aumento da eficácia operacional e informacional inspire maior confiança nos mercados domésticos, promovendo assim o desenvolvimento dos mercados acionistas. Vai-se usar o investimento direto estrangeiro em percentagem do PIB.

Fonte: Cherif & Gazdar (2010) e Yartey (2010).

Estas variáveis serão usadas como controlos na estimação, e portanto, serão usadas em conjunto com os indicadores da governação. A abordagem multifator proporciona (Hooper et al., 2009) um quadro adequado para a análise do impacto da qualidade da governação no desempenho dos retornos de ações controlando os efeitos de variáveis conhecidas como influenciadoras do desempenho dos mercados acionistas.

Os dados macroeconómicos usados são anuais, sendo todos eles disponibilizados pelo Banco Mundial e obtidos *on-line* em <http://data.worldbank.org/indicator>.

3.2. Metodologia

O objetivo deste estudo é analisar o impacto da qualidade da governação, nos seus vários domínios consoante a divisão apresentada no relatório WGI, nos retornos dos mercados acionistas numa amostra de 20 países europeus para o período de 2002 a 2012. Tendo em conta estas características, efetuar-se-á o estudo através da metodologia da regressão linear múltipla em que vai-se usar, devido à natureza painel dos dados, as técnicas de estimação de dados em painel utilizando para o efeito o programa estatístico STATA 11.2.

Relativamente à amostra, o painel é caracterizado como sendo não balanceado, pois, não dispomos do mesmo número de dados temporais para cada país i , isso relativamente ao desenvolvimento do setor bancário em que dispomos de dados para a Noruega apenas até 2006, inclusive.

De modo a avaliar o impacto da qualidade da governação de um país no desempenho dos mercados acionistas, propôs-se os seguintes modelos:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_1 NR_{it} + \beta_2 TInf_{it} + \beta_3 LM_{it} + \beta_4 TInv_{it} + \beta_5 DSB_{it} + \beta_6 IDE_{it} + \beta_7 G_{jit} + u_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} - R_{Et} = \alpha + \beta_1 NR_{it} + \beta_2 TInf_{it} + \beta_3 LM_{it} + \beta_4 TInv_{it} + \beta_5 DSB_{it} + \beta_6 IDE_{it} + \beta_7 G_{jit} + u_{it} \quad (2)$$

$$\frac{R_{it} - R_{ft}}{\sigma_{it}} = \alpha + \beta_1 NR_{it} + \beta_2 TInf_{it} + \beta_3 LM_{it} + \beta_4 TInv_{it} + \beta_5 DSB_{it} + \beta_6 IDE_{it} + \beta_7 G_{jit} + u_{it} \quad (3)$$

$$i = 1, \dots, 20, \quad t = 2002, \dots, 2012 \quad e \quad j = 1, \dots, 6$$

onde o índice i corresponde ao país, o índice t ao ano e o índice j ao indicador da governação. Quanto às variáveis, as explicadas serão diferentes para cada um dos três modelos apresentados (Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco para o primeiro, Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu para o segundo e o Índice de Sharpe para o terceiro) enquanto as explicativas serão iguais para os três modelos. Relativamente aos parâmetros, α é uma constante, os $\beta(s)$ são os coeficientes associados às respectivas variáveis explicativas a serem estimadas pelo modelo e u é o resíduo ou erro do modelo.

A variável G_j representa as pontuações do país i para cada um dos seis indicadores da governação, e estima-se, de acordo com Hooper et al. (2009) e Low et al. (2011), modelos separados para cada indicador j devido à alta correlação entre os mesmos evitando-se assim problemas de multicolinearidade.

O modelo vai ser estimado segundo o método *Pooled* dos mínimos quadrados ordinários (OLS), assim como por dois métodos de estimação para dados em painel, *Fixed Effects* (FE) e o *Random Effects* (RE).

O modelo FE constitui um dos dois métodos de estimação para modelos de dados em painel com efeitos específicos não observáveis⁷, onde a estimativa é feita assumindo que o efeito específico não observável dos indivíduos (os 20 países, neste caso) é captada na constante que é diferente para cada indivíduo, ao passo que no modelo RE a estimativa é feita capitando o

⁷ Todos os fatores não observáveis e invariantes no tempo que afetam a variável dependente em estudo.

efeito específico não observável dos indivíduos no termo de erro, sendo que a constante representa a média dos interceptos de todos os indivíduos e que o desvio de cada intercepto da média é refletida no termo de erro que é denominado de erro composto (Cameron & Trivedi, 2005; Gujarati, 2004; Wooldridge, 2006). Para definir qual o modelo apropriado, FE ou RE, efetuou-se o teste de especificação Hausman (Hausman, 1978) em que a hipótese nula (ausência de correlação entre o efeito específico não observável e as variáveis explicativas) indica-nos que o modelo mais apropriado é o RE em detrimento do FE.

Um outro modelo usado é o modelo *Pooled* OLS em que a estimação é feita sem se ter em consideração as características painel dos dados, ou seja, acumulam-se as observações para cada indivíduo, um em cima do outro sem qualquer controlo para os efeitos específicos individuais (Cameron & Trivedi, 2005; Gujarati, 2004; Wooldridge, 2006).

Na estimação dos modelos vai-se utilizar a opção *Robust* do STATA de modo a lidar com a presença de heteroscedasticidade e a opção *Cluster* de modo a controlar os efeitos específicos dos indivíduos.

3.3. Hipóteses de Estudo

Existem diversos estudos que analisam o impacto da qualidade da governação no retorno de ações. Todos eles verificam que de facto a governação é um fator importante para o retorno acionista, contudo, essa relação ainda não é clara. Assim, por um lado, vários autores encontraram evidências de uma relação negativa entre os retornos acionistas num país e a proteção aos investidores (ver Albuquerque & Wang, 2007; Bhattacharya & Daouk, 2002; Daouk et al., 2006; Lombardo & Pagano, 2000a; entre outros). Hail & Leuz (2006) estudaram as diferenças internacionais no custo do capital próprio para as empresas em 40 países e encontraram que o custo do capital próprio é sistematicamente menor em países com fortes

regulamentos dos valores mobiliários, amplas regras de divulgação e forte imposição legal. Os resultados obtidos por Low et al. (2011) concluíram que a estabilidade política do país afeta os retornos internacionais de ações sugerindo que elevada preocupação dos investidores acerca do risco político tem impacto profundo nos mercados acionistas e que os investidores associam a baixa qualidade da governação com maior risco e, portanto, exigem maior prêmio de risco. Low et al. (2011) também encontraram evidências de uma relação negativa entre os retornos internacionais de ações e o nível da corrupção, o Estado de direito, a qualidade do setor público e a promoção do setor privado. Por outro lado, vários autores também encontraram evidências de uma relação positiva entre os retornos acionistas num país e a proteção aos investidores (ver Giannetti & Koskinen, 2010; Lombardo & Pagano, 2000b; entre outros). Hooper et al. (2009) verificaram que países com melhor sistema de governação têm mercados acionistas com maiores retornos e menores níveis de risco. Chiou et al. (2010) obtiveram resultados semelhantes, uma vez que verificaram que países com ambiente político e social confiável, forte proteção aos investidores e baixa corrupção estão associados a baixos níveis de risco e têm maiores retornos acionista. Esta divergência quanto ao tipo de relação existente entre a qualidade da governação e o retorno acionista pode ser explicado pelo facto de que, segundo Hooper et al. (2009), melhor estrutura de governação pode aumentar o retorno acionista através da redução dos custos de transação associados às operações das empresas e dos custos de agência, mas, a melhor governação também pode diminuir o retorno acionista devido ao prêmio de risco associado a países com sistemas superiores de proteção aos investidores.

Tendo em conta o objeto em estudo, a revisão de literatura efetuada e considerando maior realismo, formularam-se as seguintes hipóteses:

- **H_1** : Verifica-se uma relação positiva entre Controlo da Corrupção (G_1) e $R_i - R_f$.

- H_2 : Verifica-se uma relação positiva entre Estado de Direito (G_2) e $R_i - R_f$.
- H_3 : Verifica-se uma relação positiva entre Eficácia Governamental (G_3) e $R_i - R_f$.
- H_4 : Verifica-se uma relação positiva entre Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) e $R_i - R_f$.
- H_5 : Verifica-se uma relação positiva entre Qualidade Regulamentar (G_5) e $R_i - R_f$.
- H_6 : Verifica-se uma relação positiva entre Voz e Responsabilidade (G_6) e $R_i - R_f$.
- H_7 : Verifica-se uma relação positiva entre Controlo da Corrupção (G_1) e $R_i - R_E$.
- H_8 : Verifica-se uma relação positiva entre Estado de Direito (G_2) e $R_i - R_E$.
- H_9 : Verifica-se uma relação positiva entre Eficácia Governamental (G_3) e $R_i - R_E$.
- H_{10} : Verifica-se uma relação positiva entre Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) e $R_i - R_E$.
- H_{11} : Verifica-se uma relação positiva entre Qualidade Regulamentar (G_5) e $R_i - R_E$.
- H_{12} : Verifica-se uma relação positiva entre Voz e Responsabilidade (G_6) e $R_i - R_E$.
- H_{13} : Verifica-se uma relação positiva entre Controlo da Corrupção (G_1) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.
- H_{14} : Verifica-se uma relação positiva entre Estado de Direito (G_2) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.
- H_{15} : Verifica-se uma relação positiva entre Eficácia Governamental (G_3) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.
- H_{16} : Verifica-se uma relação positiva entre Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.
- H_{17} : Verifica-se uma relação positiva entre Qualidade Regulamentar (G_5) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.
- H_{18} : Verifica-se uma relação positiva entre Voz e Responsabilidade (G_6) e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$.

onde $R_i - R_f$ é o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco; $R_i - R_E$ é o Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu; e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ é o Índice de Sharpe.

Assim, espera-se que os coeficientes, $\beta(s)$, associados aos indicadores da qualidade da governação do país assumam sinais de acordo com a tabela IV:

Tabela IV - Resumo dos Sinais Esperados para os Indicadores da Governação

Indicadores da Governação	Representação	Medidas de Desempenho de Mercado		
		$R_i - R_f$	$R_i - R_E$	$\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$
Controlo da Corrupção	G ₁	+	+	+
Estado de Direito	G ₂	+	+	+
Eficácia Governamental	G ₃	+	+	+
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo	G ₄	+	+	+
Qualidade Regulamentar	G ₅	+	+	+
Voz e Responsabilidade	G ₆	+	+	+

4. Análise de Resultados

A tabela V apresenta a estatística descritiva das medidas de rendibilidade acionista, dos indicadores da qualidade da governação e das variáveis de controlo durante o período da amostra. Quanto às medidas de rendibilidade de ações, observa-se valores médios negativos de -2,2698 e -8,7825 para o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$) e para o Índice de Sharpe para cada país ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$) respetivamente. Relativamente aos indicadores da qualidade da governação, o indicador Eficácia Governamental (G₃) apresenta a maior pontuação média (1,3881), relembrando que maior pontuação corresponde a melhores resultados em termos da governação. Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G₄) é o indicador com o pior resultado em termos da governação, apresentando a menor pontuação média (0,7676). Controlo da Corrupção (G₁) é o indicador com o maior desvio padrão (0,8216), sugerindo que o exercício do poder público em função de ganhos privados é o

indicador que mais varia entre países ao longo do período da amostra. No extremo oposto encontramos o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) com o menor desvio padrão (0,4058).

Tabela V - Estatística Descritiva das Variáveis

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Medidas de rentabilidade					
$R_i - R_f$	-2,2698	1,4793	-5,297	0,111	220
$R_i - R_E$	0,0034	0,1735	-0,993	0,515	220
$\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$	-8,7825	6,2518	-26,16	0,37	220
Variáveis de controlo					
Nível de Rendimento (NR)	1,6568	2,9736	-8,539	9,363	220
Taxa de Inflação ($TInf$)	2,8293	3,7891	-4,48	44,964	220
Liquidez do Mercado (LM)	67,3089	66,2992	2,802	394,604	220
Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB)	128,3588	52,6887	37,157	234,439	214
Taxa de Investimento ($TInv$)	20,9646	3,5058	10,015	30,977	220
Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	4,6933	7,3767	-16,418	51,896	220
Indicadores da Governação					
Controlo da Corrupção (G_1)	1,3453	0,8216	-0,71	2,55	220
Estado de Direito (G_2)	1,3324	0,5694	-0,06	2	220
Eficácia Governamental (G_3)	1,3881	0,6131	0,04	2,36	220
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4)	0,7676	0,5663	-1,19	1,66	220
Qualidade Regulamentar (G_5)	1,3192	0,4177	0,03	1,92	220
Voz e Responsabilidade (G_6)	1,2423	0,4058	-0,34	1,83	220

Nota: As medidas de rentabilidades são: Excesso de Rentabilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$); Excesso de Rentabilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$); e o Índice de Sharpe para cada país ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$).

Na tabela VI são apresentados os coeficientes de correlação de *Pearson* entre as diferentes variáveis. Como pode-se constatar, das três variáveis dependentes apenas $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ e $R_i - R_f$ apresentam associação linear significativa. Relativamente à correlação entre as variáveis macroeconómicas e as variáveis dependentes, apenas não se verifica correlação significativa entre DSB e $R_i - R_f$, entre $TInf$, LM , IDE e $R_i - R_E$, e por fim entre $TInf$, DSB e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$. Quanto aos indicadores da qualidade da governação verifica-se associação linear significativa apenas com a variável dependente $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ e para os indicadores G_1 , G_3 e G_5 , sendo as correlações negativas e com significância ao nível de 5%. Ainda com relação aos indicadores da governação, pode-se observar que entre si os indicadores têm todos coeficientes positivos ao

Tabela VI - Matriz de Correlação das Variáveis

	$R_i - R_f$	$R_i - R_E$	$\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$	NR	$TInf$	LM	DSB	$TInv$	IDE	G_1	G_2	G_3	G_4	G_5	G_6
$R_i - R_f$	1														
$R_i - R_E$	-0,047	1													
$\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$	0,917***	-0,060	1												
NR	-0,188***	0,482***	-0,133**	1											
$TInf$	-0,137**	0,093	-0,046	0,267***	1										
LM	-0,274***	0,061	-0,517***	0,114*	-0,140**	1									
DSB	0,111	-0,246***	-0,039	-0,385***	-0,309***	0,366***	1								
$TInv$	-0,359***	0,274***	-0,288***	0,394***	0,036	-0,025	-0,278***	1							
IDE	-0,254***	-0,030	-0,136**	0,075	0,006	0,010	0,005	0,108	1						
G_1	-0,029	0,036	-0,159**	-0,087	-0,431***	0,448***	0,500***	-0,207***	0,027	1					
G_2	-0,006	-0,004	-0,100	-0,127*	-0,456***	0,389***	0,506***	-0,175***	0,062	0,958***	1				
G_3	-0,019	0,044	-0,140**	-0,074	-0,431***	0,408***	0,411***	-0,142**	0,039	0,954***	0,950***	1			
G_4	-0,071	0,008	-0,058	-0,043	-0,477***	0,069	0,103	0,033	0,118*	0,640***	0,709***	0,669***	1		
G_5	-0,042	-0,003	-0,150**	-0,116*	-0,497***	0,385***	0,501***	-0,121*	0,119*	0,884***	0,915***	0,882***	0,712***	1	
G_6	-0,006	-0,027	-0,106	-0,167**	-0,624***	0,320***	0,476***	-0,067	0,061	0,837***	0,881***	0,848***	0,793***	0,877***	1

Nota: Esta tabela mostra os coeficientes de correlação de *Pearson* para as medidas de rendibilidades, as variáveis de controlo e os indicadores da governação. As medidas de rendibilidades são: Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$); Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$); e o Índice de Sharpe para cada país ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$). As variáveis de controlo são: Nível de Rendimento (NR); Taxa de Inflação ($TInf$); Liquidez do Mercado (LM); Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB); Taxa de Investimento ($TInv$); e Investimento Direto Estrangeiro (IDE). Os indicadores que medem as várias dimensões da governação de um país são: Controlo da Corrupção (G_1); Estado de Direito (G_2); Eficácia Governamental (G_3); Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4); Qualidade Regulamentar (G_5); e Voz e Responsabilidade (G_6).

***, ** e * indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

nível de 1% e que são no geral altos, indicando, segundo Low et al. (2011), possíveis problemas de multicolinearidade caso os indicadores sejam todos incluídos numa mesma regressão.

As tabelas VII a IX mostram os resultados da relação entre a qualidade da governação de um país e o desempenho do seu mercado acionista usando-se três medidas de desempenho de mercado como variáveis dependentes. Em cada tabela, o Modelo 0 representa o modelo base onde são apresentados apenas as variáveis de controlo, os Modelos 1 a 6 representam os seis indicadores da governação introduzidos separadamente como regressores de modo a evitar, como foi dito anteriormente e segundo Low et al. (2011), possíveis problemas de multicolinearidade e, por fim, o Modelo 7 representa o modelo com todos os indicadores da governação introduzidos numa mesma regressão, sendo os resultados deste modelo meramente representativos uma vez que o modelo não apresenta muito interesse devido à possibilidade de multicolinearidade.

Como pode-se confirmar pelo teste de especificação de Hausman, presente nas tabelas abaixo apresentadas, o modelo FE é o mais apropriado para os modelos estimados com as variáveis dependentes $R_i - R_f$ e $\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$ sendo o RE o mais apropriado para os modelos estimados com a variável dependente $R_i - R_E$. Os resultados obtidos com o modelo *Pooled OLS* são meramente indicativos, uma vez que os coeficientes estimados com os dois modelos anteriores, FE e RE, apresentam melhores resultados, como pode-se confirmar nas tabelas abaixo apresentadas.

Na tabela VII a variável dependente usada é o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$), analisada através do modelo FE. Verifica-se pelo teste F que todos os modelos são significativos ao nível de 1%. Os resultados do Modelo 0 mostram que todas as variáveis macroeconómicas são significativas e apresentam coeficientes negativos com a exceção do Nível de Rendimento (*NR*) e do Desenvolvimento do Setor Bancário (*DSB*) que são

Tabela VII - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $R_i - R_f$

	Modelo 0		Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7	
	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS
Constante	2,3395** (0,9451)	1,1359 (0,9815)	3,3204** (1,4640)	1,5373* (0,8777)	1,6826 (1,8677)	1,4735 (0,8652)	1,8457 (1,9152)	1,3624 (0,9485)	2,9005** (1,1241)	1,5126** (0,7179)	2,4025 (1,5620)	1,6071* (0,8254)	0,0550 (1,4387)	1,6401** (0,7810)	0,2560 (2,6568)	1,1893* (0,6726)
Nível de Rendimento (NR)	0,1314*** (0,0190)	0,0484* (0,0278)	0,1331*** (0,0194)	0,0604** (0,0271)	0,1303*** (0,0186)	0,0547* (0,0280)	0,1310*** (0,0191)	0,0525* (0,0274)	0,1376*** (0,0359)	0,0548* (0,0274)	0,1311*** (0,0227)	0,0553* (0,0289)	0,1241*** (0,0169)	0,0534* (0,0259)	0,1275*** (0,0261)	0,0690** (0,0250)
Taxa de Inflação ($TInf$)	-0,0938*** (0,0154)	-0,0585*** (0,0176)	-0,1099*** (0,0304)	-0,0768*** (0,0216)	-0,0927*** (0,0160)	-0,0716*** (0,0204)	-0,0917*** (0,0188)	-0,0670*** (0,0205)	-0,0908*** (0,0279)	-0,0866*** (0,0222)	-0,0942*** (0,0187)	-0,0763*** (0,0212)	-0,0818*** (0,0131)	-0,0849*** (0,0212)	-0,0990*** (0,0278)	-0,0916*** (0,0193)
Liquidez do Mercado (LM)	-0,0156*** (0,0023)	-0,0078*** (0,0016)	-0,0158*** (0,0024)	-0,0070*** (0,0016)	-0,0155*** (0,0024)	-0,0074*** (0,0017)	-0,0155*** (0,0023)	-0,0075*** (0,0017)	-0,0160*** (0,0024)	-0,0078*** (0,0017)	-0,0156*** (0,0026)	-0,0073*** (0,0016)	-0,0151*** (0,0024)	-0,0074*** (0,0016)	-0,0157*** (0,0028)	-0,0074*** (0,0019)
Taxa de Investimento ($TInv$)	-0,2353*** (0,0512)	-0,1476*** (0,0397)	-0,2229*** (0,0583)	-0,1597*** (0,0347)	-0,2393*** (0,0606)	-0,1540*** (0,0356)	-0,2356*** (0,0519)	-0,1514*** (0,0376)	-0,2230*** (0,0397)	-0,1490*** (0,0313)	-0,2339*** (0,0761)	-0,1515*** (0,0362)	-0,2544*** (0,0591)	-0,1491*** (0,0358)	-0,2185** (0,0798)	-0,1621*** (0,0313)
Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB)	0,0124** (0,0052)	0,0038 (0,0028)	0,0114* (0,0056)	0,0050* (0,0027)	0,0121** (0,0049)	0,0047 (0,0028)	0,0134* (0,0069)	0,0042 (0,0027)	0,0108** (0,0044)	0,0037 (0,0025)	0,0124** (0,0058)	0,0049 (0,0030)	0,0138** (0,0062)	0,0048* (0,0027)	0,0112 (0,0071)	0,0049 (0,0030)
Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	-0,0416*** (0,0064)	-0,0434*** (0,0074)	-0,0399*** (0,0088)	-0,0424*** (0,0074)	-0,0420*** (0,0068)	-0,0421*** (0,0072)	-0,0412*** (0,0063)	-0,0428*** (0,0073)	-0,0428*** (0,0128)	-0,0400*** (0,0067)	-0,0416*** (0,0071)	-0,0406*** (0,0073)	-0,0398*** (0,0072)	-0,0419*** (0,0071)	-0,0386*** (0,0120)	-0,0408*** (0,0078)
Controlo da Corrupção (G_1)			-0,8071 (1,0717)	-0,2546 (0,1682)											-1,1718 (0,9956)	-1,977** (0,5627)
Estado de Direito (G_2)					0,5847 (1,5779)	-0,2487 (0,2308)									1,5306 (1,3899)	0,7493 (0,7416)
Eficácia Governamental (G_3)							0,2628 (0,8853)	-0,1498 (0,2056)							0,4714 (1,0164)	1,0811 (0,7220)
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4)									-0,8015* (0,4681)	-0,3724* (0,1986)					-0,9608 (0,5990)	-0,4150 (0,3687)
Qualidade Regulamentar (G_5)											-0,0643 (1,4960)	-0,4082 (0,3266)			-0,5937 (1,2354)	-0,2305 (0,7052)
Voz e Responsabilidade (G_6)													1,9744* (1,0600)	-0,4606* (0,2504)	1,8641* (0,9711)	-0,1202 (0,6187)
F - test	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214
Hausman test																
χ^2	158,42		160,39		156,74		153,91		100,12		155,07		162,21		59,48	
Prob > χ^2	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

Nota: esta tabela apresenta os resultados da estimação em painel usando-se o modelo FE e o modelo *Pooled* OLS, em que a variável dependente é o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$). O Modelo 0 mostra os resultados da regressão do modelo base (modelo apenas com as variáveis de controlo) e os Modelos 1 a 6 mostram os resultados quando cada indicador da governação é introduzido individualmente no modelo base. O Modelo 7 mostra os resultados usando todos os indicadores da governação na mesma regressão. Os indicadores que medem as várias dimensões da governação de um país são: Controlo da Corrupção (G_1); Estado de Direito (G_2); Eficácia Governamental (G_3); Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4); Qualidade Regulamentar (G_5); e Voz e Responsabilidade (G_6).

O desvio padrão encontra-se entre parêntesis. ***, ** e * indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

significativos mas com coeficientes positivos. Todas as variáveis exibem significância ao nível de 1% à exceção do Desenvolvimento do Setor Bancário (*DSB*) em que a significância estatística fica pelos 5%. Os resultados sugerem que todas as variáveis macroeconómicas aqui usadas são importantes para explicar o desempenho dos mercados acionistas medido pelo Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$). Nos Modelos 1 a 6, modelos onde introduz-se separadamente os seis indicadores da governação, obteve-se, relativamente às variáveis macroeconómicas, resultados parecidos com os do modelo base, a não ser pelo facto de que relativamente ao Desenvolvimento do Setor Bancário (*DSB*) a significância estatística fica pelos 10% nos Modelos 1 e 3. Quanto aos indicadores da qualidade da governação de um país, observa-se que são na sua maioria estatisticamente irrelevantes. Observa-se coeficientes negativos não significativos para os indicadores Controlo da Corrupção (G_1) e Qualidade Regulamentar (G_5) e coeficientes positivos não significativos para os indicadores Estado de Direito (G_2) e Eficácia Governamental (G_3). Os resultados mostram que apenas o indicador Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) e o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) afetam significativamente o desempenho dos mercados acionistas. O coeficiente do indicador Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) é negativo e significativo ao nível de 10%. Esta relação negativa sugere que em países com baixas pontuações para este indicador da governação, que mede os vários aspetos do processo político de um país, o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco tende a ser alto. Low et al. (2011) encontraram resultados semelhantes, e sugerem que os investidores encaram os seus investimentos como sendo arriscados em países que estão em constante turbulência política, pelo que exigem ser compensados na forma de maiores retornos acionista. O indicador Voz e Responsabilidade (G_6) apresenta coeficiente positivo e significativo ao nível de 10%, sugerindo que o retorno acionista é afetado positivamente pela independência dos Mídias e por

até que ponto os cidadãos de um país têm uma palavra a dizer na escolha dos seus governantes e fazer com que aqueles no poder sejam responsabilizados pelos seus atos. O resultado aqui obtido vai de encontro ao obtido por Hooper et al. (2009) no sentido em que melhor governação conduz a maiores retornos acionista.

Quanto às hipóteses concluímos que apenas a hipótese H_6 será validada visto que apenas o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) apresenta influencia significativa positiva sobre $R_i - R_f$. O coeficiente associado ao indicador Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) é significativo mas apresenta sinal contrário ao esperado invalidando a hipótese H_4 . Os indicadores Controlo da Corrupção (G_1) e Qualidade Regulamentar (G_5) apresentam coeficientes negativos não significativos invalidando as hipóteses H_1 e H_5 e os coeficientes associados aos indicadores Estado de Direito (G_2) e Eficácia Governamental (G_3) apresentam-se positivos mas não significativos, o que invalida as hipóteses H_2 e H_3 .

No Modelo 7, relativamente às variáveis macroeconómicas, quando comparadas com o modelo base, o Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB) deixa de ser estatisticamente significativo sendo todas as outras variáveis significativas ao nível de 1% à exceção da Taxa de Investimento ($TInv$) que é ao nível de 5%. O único indicador da qualidade da governação com influência significativa sobre o retorno acionista é o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) com coeficiente positivo ao nível de 10%. Como foi dito anteriormente, este modelo não apresenta interesse para este estudo.

A tabela VIII apresenta os resultados da regressão painel em que a variável dependente é o Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$), analisada através do modelo RE. O teste F mostra que todos os modelos são significativos ao nível de 1%. No modelo

Tabela VIII - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $R_i - R_E$

	Modelo 0		Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7	
	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS	RE	OLS
Constante	-0,0796 (0,1308)	-0,0853 (0,1015)	-0,1355 (0,1618)	-0,1444 (0,1333)	-0,1358 (0,1671)	-0,1394 (0,1355)	-0,1390 (0,1623)	-0,1445 (0,1335)	-0,0799 (0,1441)	-0,0909 (0,1210)	-0,1312 (0,1777)	-0,1467 (0,1564)	-0,1272 (0,1697)	-0,1336 (0,1496)	-0,1391 (0,1516)	-0,1485 (0,1243)
Nível de Rendimento (<i>NR</i>)	0,0243*** (0,0063)	0,0247*** (0,0062)	0,0228*** (0,0052)	0,0229*** (0,0047)	0,0234*** (0,0055)	0,0237*** (0,0052)	0,0234*** (0,0055)	0,0236*** (0,0052)	0,0243*** (0,0061)	0,0246*** (0,0057)	0,0237*** (0,0055)	0,0238*** (0,0050)	0,0239*** (0,0056)	0,0242*** (0,0054)	0,0225*** (0,0059)	0,0223*** (0,0048)
Taxa de Inflação (<i>TInf</i>)	-0,0026* (0,0014)	-0,0020 (0,0015)	-0,0002 (0,0018)	0,0007 (0,0019)	-0,0009 (0,0017)	0,0001 (0,0019)	-0,0008 (0,0016)	0,0002 (0,0018)	-0,0026 (0,0017)	-0,0016 (0,0020)	-0,0009 (0,0019)	0,0003 (0,0024)	-0,0004 (0,0025)	0,0005 (0,0032)	-0,0006 (0,0021)	-0,0001 (0,0026)
Liquidez do Mercado (<i>LM</i>)	0,00004 (0,0001)	0,0001 (0,0001)	-0,0001 (0,0002)	-0,00002 (0,0001)	-0,00004 (0,0001)	0,00003 (0,0001)	-0,0001 (0,0001)	0,00001 (0,0001)	0,00004 (0,0001)	0,0001 (0,0001)	-0,00002 (0,0002)	0,00004 (0,0002)	0,00001 (0,0001)	0,00007 (0,0001)	-0,0002 (0,0001)	-0,0001 (0,0001)
Taxa de Investimento (<i>TInv</i>)	0,0045 (0,0049)	0,0043 (0,0037)	0,0058 (0,0059)	0,0061 (0,0047)	0,0053 (0,0055)	0,0053 (0,0043)	0,0052 (0,0054)	0,0053 (0,0043)	0,0045 (0,0048)	0,0043 (0,0038)	0,0045 (0,0051)	0,0048 (0,0042)	0,0044 (0,0049)	0,0044 (0,0041)	0,0068 (0,0060)	0,0069 (0,0049)
Desenvolvimento do Setor Bancário (<i>DSB</i>)	-0,0003 (0,0003)	-0,0003 (0,0003)	-0,0005 (0,0003)	-0,0005 (0,0003)	-0,0005 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0003 (0,0003)	-0,0003 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0004 (0,0003)	-0,0008** (0,0004)	-0,0007* (0,0003)
Investimento Direto Estrangeiro (<i>IDE</i>)	-0,0015 (0,0017)	-0,0017 (0,0018)	-0,0016 (0,0017)	-0,0019 (0,0018)	-0,0017 (0,0018)	-0,0019 (0,0018)	-0,0016 (0,0018)	-0,0019 (0,0019)	-0,0015 (0,0017)	-0,0018 (0,0018)	-0,0018 (0,0017)	-0,0021 (0,0018)	-0,0016 (0,0017)	-0,0019 (0,0018)	-0,0013 (0,0017)	-0,0016 (0,0018)
Controlo da Corrupção (G_1)			0,0439 (0,0279)	0,0375 (0,0274)											0,0908 (0,0788)	0,0869 (0,0789)
Estado de Direito (G_2)					0,0487 (0,0372)	0,0398 (0,0344)									0,0252 (0,1048)	-0,0473 (0,0930)
Eficácia Governamental (G_3)							0,0423 (0,0301)	0,0391 (0,0301)							-0,0413 (0,0636)	-0,0226 (0,0652)
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4)									0,0003 (0,0291)	0,0055 (0,0281)					-0,0805*** (0,0309)	-0,0530* (0,0259)
Qualidade Regulamentar (G_5)											0,0528 (0,0565)	0,0532 (0,0561)			-0,0130 (0,0595)	0,0367 (0,0737)
Voz e Responsabilidade (G_6)													0,0481 (0,0536)	0,0442 (0,0548)	0,0561 (0,0785)	0,0328 (0,0704)
<i>F</i> - test	0,0000	0,0009	0,0000	0,0012	0,0000	0,0005	0,0000	0,0005	0,0000	0,0001	0,0000	0,0002	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000
<i>N</i>	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214
Hausman test																
χ^2	2,34		6,86		7,22		2,94		4,06		2,94		5,76		11,88	
Prob > χ^2	0,8863		0,4437		0,4066		0,8902		0,7729		0,8904		0,5683		0,4552	

Nota: esta tabela apresenta os resultados da estimação em painel usando-se o modelo RE e o modelo *Pooled* OLS, em que a variável dependente é o Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$). O Modelo 0 mostra os resultados da regressão do modelo base (modelo apenas com as variáveis de controlo) e os Modelos 1 a 6 mostram os resultados quando cada indicador da governação é introduzido individualmente no modelo base. O Modelo 7 mostra os resultados usando todos os indicadores da governação na mesma regressão. Os indicadores que medem as várias dimensões da governação de um país são: Controlo da Corrupção (G_1); Estado de Direito (G_2); Eficácia Governamental (G_3); Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4); Qualidade Regulamentar (G_5); e Voz e Responsabilidade (G_6). O desvio padrão encontra-se entre parêntesis. ***, ** e * indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

base verifica-se que o Nível de Rendimento (NR) e a Taxa de Inflação ($TInf$) são as únicas variáveis estatisticamente significativas, onde o coeficiente da primeira é positivo ao nível de 1% e o coeficiente da segunda negativo ao nível de 10%. Nos Modelos 1 a 6, o coeficiente da variável Taxa de Inflação ($TInf$) permanece negativo mas deixa de ser significativo. Os resultados mostram que a única variável macroeconómica com influência significativa sobre o desempenho dos mercados acionistas é o Nível de Rendimento (NR) cujos coeficientes permanecem positivos e significativos ao nível de 1%. Quanto aos indicadores da qualidade da governação verifica-se que todos os coeficientes são positivos e estatisticamente não significativos, ou seja, o desempenho dos mercados acionistas medido pelo Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$) não sofre influências significativas dos indicadores da governação de um país.

Constata-se que não se verifica nenhuma das hipóteses H_7 a H_{12} visto que todos os coeficientes são positivos como esperado, contudo, apresentam-se estatisticamente não significativos.

Os resultados apresentados na tabela IX baseiam-se na análise de regressão usando-se o Índice de Sharpe para cada país ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$) como variável dependente, analisada através do modelo FE. Todos os modelos são significativos ao nível de 1%, como mostra o teste F. No Modelo 0 todas as variáveis macroeconómicas apresentam coeficientes significativos ao nível de 1% e todas as variáveis apresentam coeficientes negativos à exceção do Nível de Rendimento (NR) e do Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB) que apresentam coeficientes positivos. Assim, todas as variáveis macroeconómicas têm influências significativas sobre o retorno ajustado ao risco dado pelo Índice de Sharpe. Como pode-se verificar nos Modelos 1 a 6, todas as variáveis macroeconómicas permanecem significativas com a introdução dos

Tabela IX - Resultados dos Modelos de Regressão Linear: A variável dependente é $\frac{R_{it}-R_{ft}}{\sigma_{it}}$

	Modelo 0		Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7	
	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS	FE	OLS
Constante	5,5920 (4,7393)	6,0460* (3,0831)	9,4692* (5,3957)	7,6083** (3,5266)	3,2199 (6,5689)	6,8394* (3,5358)	3,5428 (7,2244)	7,0328* (3,8259)	7,4391 (5,1377)	7,1395** (3,1261)	5,2805 (5,0047)	7,7347** (3,4256)	-3,9562 (5,3392)	7,8696** (3,2959)	-2,8898 (8,7967)	6,3461** (2,9961)
Nível de Rendimento (NR)	0,5656*** (0,1020)	0,3109*** (0,1056)	0,5723*** (0,1030)	0,3577*** (0,0982)	0,5615*** (0,0997)	0,3257*** (0,1007)	0,5639*** (0,1028)	0,3286*** (0,0988)	0,5860*** (0,1110)	0,3295*** (0,1047)	0,5673*** (0,1163)	0,3356*** (0,1070)	0,5350*** (0,0882)	0,3289*** (0,1003)	0,5495*** (0,1172)	0,3958*** (0,0909)
Taxa de Inflação (TInf)	-0,3322*** (0,0715)	-0,1901*** (0,0595)	-0,3961*** (0,1086)	-0,2612*** (0,0902)	-0,3283*** (0,0716)	-0,2209** (0,0842)	-0,3234*** (0,0795)	-0,2273** (0,0909)	-0,3221*** (0,0687)	-0,2717*** (0,0821)	-0,3304*** (0,0753)	-0,2540*** (0,0875)	-0,2819*** (0,0580)	-0,2855*** (0,0840)	-0,3501*** (0,0977)	-0,3281*** (0,0734)
Liquidez do Mercado (LM)	-0,0835*** (0,0092)	-0,0557*** (0,0069)	-0,0842*** (0,0093)	-0,0523*** (0,0076)	-0,0830*** (0,0097)	-0,0546*** (0,0075)	-0,0831*** (0,0094)	-0,0541*** (0,0077)	-0,0849*** (0,0099)	-0,0557*** (0,0074)	-0,0833*** (0,0103)	-0,0538*** (0,0072)	-0,0812*** (0,0097)	-0,0543*** (0,0069)	-0,0832*** (0,0107)	-0,0518*** (0,0079)
Taxa de Investimento (TInv)	-0,7703*** (0,2653)	-0,5925*** (0,1191)	-0,7212** (0,2909)	-0,6394*** (0,1254)	-0,7846** (0,3023)	-0,6074*** (0,1184)	-0,7714*** (0,2669)	-0,6089*** (0,1233)	-0,7297** (0,2665)	-0,5965*** (0,1090)	-0,7772** (0,3539)	-0,6064*** (0,1176)	-0,8501** (0,2985)	-0,5979*** (0,1154)	-0,7286** (0,3646)	-0,6411*** (0,1309)
Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB)	0,0607*** (0,0207)	0,0129 (0,0114)	0,0569** (0,0212)	0,0176* (0,0093)	0,0596*** (0,0193)	0,0149 (0,0104)	0,0647** (0,0261)	0,0145 (0,0099)	0,0556** (0,0228)	0,0126 (0,0107)	0,0608** (0,0223)	0,0167 (0,0109)	0,0667** (0,0250)	0,0165 (0,0103)	0,0586** (0,0256)	0,0160 (0,0132)
Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	-0,1122*** (0,0247)	-0,0872** (0,0310)	-0,1056*** (0,0302)	-0,0832** (0,0302)	-0,1136*** (0,0253)	-0,0841** (0,0307)	-0,1105*** (0,0249)	-0,0848** (0,0302)	-0,1161*** (0,0261)	-0,0774** (0,0307)	-0,1125*** (0,0258)	-0,0773** (0,0317)	-0,1047*** (0,0260)	-0,0816** (0,0301)	-0,0985** (0,0393)	-0,0846*** (0,0277)
Controlo da Corrupção (G ₁)			-3,1904 (3,7154)	-0,9910 (0,7922)											-4,6360 (3,4880)	-5,7099*** (1,9310)
Estado de Direito (G ₂)					2,1118 (5,9333)	-0,5844 (1,1396)									4,5621 (5,5289)	7,3329** (2,8856)
Eficácia Governamental (G ₃)							1,0907 (3,2379)	-0,6525 (1,1048)							1,7890 (4,1524)	2,4175 (3,1348)
Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G ₄)									-2,6387 (2,3167)	-1,0809 (0,7546)					-3,0903 (2,1256)	-1,1320 (1,3935)
Qualidade Regulamentar (G ₅)											0,3179 (5,0166)	-1,4630 (1,3765)			-1,5256 (3,9714)	-1,7880 (2,5784)
Voz e Responsabilidade (G ₆)													8,2523* (4,3124)	-1,6660 (1,0466)	8,0277** (3,7480)	-1,5539 (2,5787)
F - test	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214
Hausman test																
χ^2	206,45		205,21		214,89		195,30		171,64		187,11		259,46		42,21	
Prob > χ^2	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

Nota: esta tabela apresenta os resultados da estimação em painel usando-se o modelo FE e o modelo Pooled OLS, em que a variável dependente é o Índice de Sharpe para cada país ($\frac{R_{it}-R_{ft}}{\sigma_{it}}$). O Modelo 0 mostra os resultados da regressão do modelo base (modelo apenas com as variáveis de controlo) e os Modelos 1 a 6 mostram os resultados quando cada indicador da governação é introduzido individualmente no modelo base. O Modelo 7 mostra os resultados usando todos os indicadores da governação na mesma regressão. Os indicadores que medem as várias dimensões da governação de um país são: Controlo da Corrupção (G₁); Estado de Direito (G₂); Eficácia Governamental (G₃); Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G₄); Qualidade Regulamentar (G₅); e Voz e Responsabilidade (G₆).

O desvio padrão encontra-se entre parêntesis. ***, ** e * indicam significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

indicadores da governação, contudo, as variáveis Taxa de Investimento ($TInv$) e Desenvolvimento do Setor Bancário (DSB) perdem, comparativamente ao modelo base, o grau de significância estatística passando o mesmo de 1% para 5% em praticamente todos os modelos. O único indicador da qualidade da governação que exhibe uma relação significativa com o Índice de Sharpe é o indicador Voz e Responsabilidade (G_6), sendo o coeficiente, representativo desta relação, positivo ao nível de 10%. Este resultado sugere que países com altas pontuações para o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) apresentam em média maiores retornos ajustados ao risco dados pelo Índice de Sharpe que países com baixas pontuações para este indicador.

Verifica-se que apenas a hipótese H_{18} mantém-se válida visto que só o indicador Voz e Responsabilidade (G_6) apresenta influencia significativa positiva sobre o Índice de Sharpe. Os indicadores Controlo da Corrupção (G_1) e Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) apresentam coeficientes negativos não significativos invalidando as hipóteses H_{13} e H_{16} e os coeficientes associados aos indicadores Estado de Direito (G_2), Eficácia Governamental (G_3) e Qualidade Regulamentar (G_5) apresentam-se positivos mas não significativos, o que invalida as hipóteses H_{14} , H_{15} e H_{17} .

5. Conclusão

5.1. Considerações Finais

Com a realização deste estudo pretendeu-se analisar a relação entre a qualidade da governação de um país e o desempenho dos mercados acionistas num universo de 20 países da Europa, para o período de 2002 a 2012. Como medidas de desempenho dos mercados acionistas usou-

se o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco ($R_i - R_f$), o Excesso de Rendibilidade sobre a Carteira de Mercado Europeu ($R_i - R_E$) e o Índice de Sharpe ($\frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$).

As análises de regressões efetuadas permitiram concluir que a qualidade da governação de um país medida pelos indicadores Controlo da Corrupção (G_1), Estado de Direito (G_2), Eficácia Governamental (G_3) e Qualidade Regulamentar (G_5) não tem influencia significativa sobre nenhuma das três medidas de desempenho dos mercados acionistas. A Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) é um indicador importante para explicar o desempenho dos mercados acionistas medido apenas pelo Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco. A relação que aqui se obtém é negativa sugerindo que países com maiores probabilidades de serem politicamente instáveis, ou seja, países com baixas pontuações para o indicador Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4), têm em média maiores retornos acionista que países com altas pontuações. O indicador Voz e Responsabilidade (G_6) é importante para explicar o desempenho dos mercados acionistas dado apenas por duas medidas, nomeadamente o Índice de Sharpe e o Excesso de Rendibilidade sobre a Taxa de Juros sem Risco. A relação obtida com as duas medidas de desempenho de mercado é positiva, sugerindo que em países onde os meios de comunicação social são independentes e onde os seus cidadãos têm uma palavra a dizer na escolha dos seus governantes e conseguem fazer com que aqueles no poder sejam responsabilizados pelos seus atos, ou seja, em países com altas pontuações para o indicador Voz e Responsabilidade (G_6), os retornos acionista são em média maiores que em países com baixas pontuações para este indicador.

Assim, os resultados sugerem que, relativamente à qualidade da governação de um país, apenas os indicadores Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo (G_4) e Voz e

Responsabilidade (G_6) são fatores importantes para explicar o desempenho dos mercados acionistas no universo de 20 países da Europa para o período de 2002 a 2012.

5.2. Críticas e Limitações

Os indicadores subjetivos baseiam-se no relato de entrevistados, o que faz com que estudos deste tipo (ou seja, que usam indicadores subjectivos) dependam da integridade dos indicadores utilizados. Kaufmann et al. (2010) analisaram várias possíveis fontes de contaminação de dados nos dados usados no WGI e não encontraram evidências da existência de enviesamentos nos mesmos. É importante frisar ainda que, segundo os autores, a elaboração dos indicadores qualidade da governação baseia-se exclusivamente na utilização de medidas de percepção uma vez que é impossível obter dados objetivos relevantes.

Muitos outros países europeus como é o caso da Bulgária, Estónia, Lituânia, Roménia, entre vários outros, poderiam ter sido incluídos no estudo, alargando a dimensão da amostra, contudo, a falta de dados financeiros relevantes para vários anos consecutivos (2002 a 2006) poderia fazer com que os resultados fossem menos robustos. Um outro fator limitativo da dimensão da amostra é a completa inexistência de dados financeiros relevantes para alguns países como é o caso do Chipre, Islândia, Luxemburgo, entre vários outros.

Outro aspeto importante é o facto de o período a partir de 2007 ter sido bastante fustigado pela crise financeira mundial, e portanto, os resultados aqui obtidos também refletem um pouco do momento conturbado que se viveu a nível financeiro.

5.3. Sugestões para Investigações Futuras

Estudos futuros que pretendam analisar a relação existente entre a governação de um país e o desempenho do seu mercado acionista poderiam, adicionalmente, explorar o desempenho dos

mercados acionistas na perspectiva do risco, de modo a analisar a relação governação, retornos e risco.

Também seria interessante analisar outras variáveis de controlo tais como a taxa de juros real e a poupança bruta em detrimento da taxa de inflação e da taxa de investimento, respetivamente, de modo a dar uma nova perspectiva à análise da variação dos retornos acionista entre países.

6. Referências Bibliográficas

Adejumobi, S. (2006). *Governance and Poverty Reduction in Africa: A critique of the poverty reduction strategy: papers (PRSPs)* [Em linha]. Disponível em: <http://www.lanic.utexas.edu/project/etext/llilas/cpa/spring06/welfare/adejumobi.pdf> [Acesso em: 21/01/2014].

Aduda, J., Masila, J.M. & Onsongo, E.N. (2012). The Determinants of Stock Market Development: The case for the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science* 2 (9), 214-230.

Aggarwal, R., Klapper, L. & Wysocki, P.D. (2005). Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Journal of Banking & Finance* 29 (12), 2919-2946.

Albuquerque, R. & Wang, N. (2007). Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing. *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 13251.

Anderson, A. & Gupta, P.P. (2009). A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 5 (2), 61-79.

Arestis, P., Demetriades, P.O. & Luintel, K.B. (2001). Financial Development and Economic Growth: The role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking* 33 (1), 16-41.

Bhattacharya, U. & Daouk, H. (2002). The World Price of Insider Trading. *Journal of Finance* 57 (1), 75–108.

Cameron, A.C. & Trivedi, P.K. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*, 1ª Ed. Cambridge University Press.

Chen, K.C.W., Chen, Z. & Wei, K.C.J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance* 15 (3), 273–289.

Cherif, M. & Gazdar, K. (2010). Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New results from a panel data analysis. *The International Journal of Banking and Finance* 7 (1), 139-159.

Chiou, W.J.P., Lee, A.C. & Lee, C.F. (2010). Stock Return, Risk, and Legal Environment Around the World. *International Review of Economics and Finance* 19 (1), 95-105.

Cipriani, M. & Guarino, A. (2007). Transaction Costs and Informational Cascades in Financial Markets: Theory and experimental evidence. *European Central Bank Working Paper Series* No. 736.

Cornell University Law School (2014). *Insider Trading* [Em linha]. Disponível em: http://www.law.cornell.edu/wex/insider_trading [Acesso em: 16/02/2014].

Daouk, H., Lee, C.M.C. & Ng, D. (2006). Capital Market Governance: How do security laws affect market performance? *Journal of Corporate Finance* 12 (3), 560– 593.

Dawson, P.J. (2008). Financial Development and Economic Growth in Developing Countries. *Progress in Development Studies* 8 (4), 325–331.

Doidge, C., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2004). Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance? *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 10726.

Forti, C.A.B., Yen-Tsang, C. & Peixoto, F.M. (2011). Stock Market Development: An analysis from a multilevel and multi-country perspective. *Brazilian Administration Review* 8 (4), 351-375.

Fukuyama, F. (2013). What Is Governance? *Center For Global Development Working Paper No. 314*.

Garcia, V.F. & Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics* 2 (1), 29-59.

Giannetti, M. & Koskinen, Y. (2010). Investor Protection, Equity Returns, and Financial Globalization. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45 (1), 135-168.

Gompers, P.A, Ishii, J.L. & Metrick, A. (2001). Corporate Governance and Equity Prices. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8449*.

Graham, W. (2008). The Quality of Government. *Governance* 21 (2), 197-200.

Gujarati, D.N. (2004). *Basic Econometrics*, 4^a Ed. McGraw-Hill.

Hail, L. & Leuz, C. (2006). International Differences in the Cost of Equity Capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research* 44 (3), 485-531.

Hausman, J.A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica* 46 (6), 1251-1271.

Hooper, V., Sim, A.B. & Uppal, A. (2009). Governance and Stock Market Performance. *Economic Systems* 33 (2), 93-116.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.

Kaufmann, D. (2005). Back to Basics - 10 Myths About Governance and Corruption. *Finance and Development* 42 (3).

- Kaufmann, D., Kraay, A. & Matruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and analytical issues. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5430*.
- Kim, D., Kim, J.I. & Sung, T. (2013). Stock Market Liberalization and Price Response: Gradualism versus cold turkey. *Applied Economics* 45 (3), 273–285.
- Klapper, L.F. & Love, I. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *World Bank Policy Research Working Paper No. 2818*.
- Knack, S. (2001). Aid Dependence and the Quality of Governance: Cross-country empirical tests. *Southern Economic Journal* 68 (2), 310-329.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6594*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2) 3-27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance* 57 (3), 1147-1170.
- Lauterbach, B. & Shahmoon, M. (2010). How Does the Quality of Corporate Governance Affect the Market Value of Business Firms in Israel? *Israel Economic Review* 8 (2), 35–65.
- Lombardo, D. & Pagano, M. (2000a). Law and Equity Markets: A simple model. *Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper No. 25*.
- Lombardo, D. & Pagano, M. (2000b). Legal Determinants of the Return on Equity. *Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper No. 24*.

Low, S.-W., Kew, S.-R. & Tee, L.-T. (2011). International Evidence on the link between Quality of Governance and Stock Market Performance. *Global Economic Review* 40 (3), 361-384.

Mousavi, Z., Moeinfar, Z. & Amouzesh, N. (2013). Evaluation of Relation between Quality of Governance and Financial Variables of Active Companies in Tehran Stock Exchange Market. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences* 4 (3), 622-628.

Olweny, T.O. & Kimani, D. (2011). Stock Market Performance and Economic Growth: Empirical evidence from Kenya using causality test approach. *Advances in Management and Applied Economics* 1 (3), 153-196.

Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico - OCDE (1995). *Participatory Development and Good Governance* [Em linha]. Disponível em: <http://www.oecd.org/dac/governance-development/31857685.pdf> [Acesso em: 21/01/2014].

Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico - OCDE (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades [Em linha]. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm> [Acesso em: 08/07/2013].

Pastor, L. & Veronesi, P. (2011). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Chicago Booth Research Working Paper* No. 10-25.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2), 737-783.

Stulz, R.M. (1999). Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (3), 8 –25.

United Nations Development Programme - UNDP (2007). *Governance Indicators: A Users` Guide (2nd edition)* [Em linha]. Disponível em: http://www.undp.org/content/undp/en/home/librarypage/democratic-governance/oslo_governance_centre/governance_assessments/governance-indicators-2nd-edition.html [Acesso em: 18/05/2013].

Wooldridge, J.M. (2006). *Introductory Econometrics: A modern approach*, 3^a Ed. Thomson South-Western.

World Bank (2013). *What is Governance?* [Em linha]. Disponível em: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/EXTMNAREGTOPGOVERNANCE/0,,contentMDK:20513159~pagePK:34004173~piPK:34003707~theSitePK:497024,00.html> [Acesso em: 21/01/2014].

Yartey, C.A. (2010). The Institutional and Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies. *Applied Financial Economics* 20 (21), 1615–1625.

