

Research Paper

Fatores Explicativos da Rendibilidade Anormal Anual das Ações

*Submitted in 25, July 2016**Accepted in 20, November**Evaluated by a double blind review system*

ALEXANDRINO RIBEIRO¹
PATRÍCIA QUESADO²

Resumo

Objetivo: O principal objetivo do presente trabalho traduz-se na análise do efeito de um conjunto de variáveis, divididas pelos quatro grandes grupos evidenciados na literatura, na explicação da rendibilidade das ações das empresas que cotizam na *Euronext* Lisboa e para as empresas que integram o PSI 20.

Desenho/metodologia/abordagem: Investigação quantitativa através da estimação de um modelo econométrico capaz de determinar os fatores explicativos da rendibilidade anormal anual das ações das empresas cotadas no mercado de capitais português. No estudo empírico foram utilizadas diferentes bases de dados. Em concreto recorreu-se ao Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI), ao Instituto Nacional de Estatística (INE) e à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Resultados: Os resultados estimados sugerem que, na generalidade das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, existem variáveis estatisticamente significativas na explicação da rendibilidade anormal das ações das empresas em cada um dos quatro grandes grupos de variáveis independentes consideradas no estudo. Relativamente às empresas que integram o PSI 20, os resultados sugerem que existem alterações na significância estatística de algumas variáveis, quando se compara com os resultados obtidos para a generalidade das empresas cotadas na praça financeira portuguesa.

Originalidade/valor: O presente trabalho procura dar um contributo no sentido de enriquecer a evidência empírica acerca dos fatores explicativos da rendibilidade apresentada pelas ações da empresa no mercado de capitais.

Palavras Chave: Mercado de Capitais; Rendibilidade anormal; Desempenho empresarial; *Euronext* Lisboa; PSI 20.

1. Introdução

Um dos temas atuais de estudo da teoria financeira consiste na análise da relevância da informação existente no mercado de capitais na explicação da rendibilidade das ações da empresa. Na literatura teórica destacam-se quatro grandes grupos de variáveis que se mostram capazes de explicar a rendibilidade das ações da empresa no mercado de capitais, nomeadamente o grupo de variáveis específicas à empresa, o grupo de variáveis setoriais, o grupo de variáveis macroeconómicas e o grupo de variáveis específicas ao mercado de capitais. Esta problemática não pode ser dissociada da

¹ Instituto Politécnico do Cávado e do Ave. E-mail: aribeiro@ipca.pt.

² Instituto Politécnico do Cávado e do Ave. E-mail: pquesado@ipca.pt.

teoria dos mercados de capitais eficientes, sobre a qual têm versado vários estudos empíricos com o intuito de averiguarem a possibilidade de os preços de mercado das ações refletirem de forma consistente todas as informações relevantes disponíveis no mercado de capitais.

O principal objetivo do presente trabalho traduz-se na análise do efeito de um conjunto de variáveis, divididas pelos quatro grandes grupos evidenciados na literatura, na explicação da rendibilidade das ações das empresas que cotizam na *Euronext* Lisboa. Esta análise pretende ser efetuada para a generalidade das empresas que cotizam no mercado de capitais português, mas também centrada apenas nas empresas que integram o PSI 20. Esta análise centrada nas empresas do PSI 20 revela-se oportuna em virtude das características distintas entre as empresas que integram este índice bolsista e as restantes empresas cotadas na praça financeira portuguesa.

O presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma. Inicialmente efetua-se uma revisão da literatura, teórica e empírica, sobre os fatores determinantes dos preços das ações da empresa cotadas no mercado de capitais. De seguida, apresenta-se um estudo empírico no intuito de investigar quais os fatores determinantes da rendibilidade anormal anual das ações das empresas no mercado de capitais português. Nesse sentido, define-se a base de dados e amostra, as variáveis empíricas, estima-se o modelo e procede-se à análise dos resultados obtidos. Por último, apresentam-se as principais conclusões do estudo, as suas limitações e sugestões para a investigação a desenvolver futuramente.

2. Determinantes dos preços de mercado das ações: Revisão de literatura

2.1. Revisão de literatura teórica

As ações consistem em valores mobiliários que representam uma parcela de capital social de uma empresa, cuja natureza jurídica é de Sociedade Anónima, como referem Gitman e Joehnk (2005). Avaliar uma ação consiste em determinar qual será o seu preço justo. Contudo, esta avaliação revela-se complexa, fundamentalmente, por duas razões. Por um lado, porque as variações das principais fontes de rendibilidade das ações (como dividendos e mais valias de capital) são difíceis de prever. Por outro lado, o risco associado ao investimento nas ações varia de ação para ação.

A valorização das empresas é uma das matérias mais importantes no âmbito da gestão na medida em que é uma das formas de se conhecer a capacidade de gestão dos seus administradores, de perspetivar a evolução futura da empresa, assim como de aferir das possibilidades de sobrevivência da empresa no mercado. Encarando o conceito de criação de valor na perspetiva dos acionistas, estes “sentem que a empresa cria valor para as suas ações se a rendibilidade gerada por estas superar a rendibilidade que poderiam obter no mercado por um ativo livre de risco mais o risco que assumem ao investir nas ações” (Fernández, Souto & Casal, 2003, p. 5). Contudo, encontrar um método de valorização de empresas adequado e fiável é uma tarefa complexa na medida em que a utilização de diferentes métodos de valorização de empresas podem gerar resultados finais distintos.

A avaliação do valor das ações e a sua tendência futura pode ser efetuada tendo em consideração um conjunto de técnicas tradicionais, como a análise fundamental, a análise técnica e a teoria do passeio aleatório dos preços das ações. Por outro lado,

devem ser consideradas as possíveis metodologias utilizadas na avaliação, nomeadamente a metodologia de estudo de evento e a metodologia de estudo de associação enquanto técnicas estatísticas. Entre as técnicas tradicionais de avaliação do valor de ações encontra-se a análise fundamental. De acordo com Gitman e Joehnk (2005), consiste em analisar o valor das ações de uma empresa com recurso a um conjunto de informações sobre a mesma. Neste conjunto de informações constam a evolução dos resultados, política de dividendos da empresa, informação atualizada sobre a atividade e as contas da empresa, estratégia de gestão da empresa, assim como as perspetivas para a sua evolução e crescimento. Como salientam Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994), a análise fundamental efetuada às ações de uma empresa permite averiguar se essas mesmas ações se encontram corretamente valorizadas pelo mercado. Esta análise permitirá, assim, a obtenção de rendibilidades superiores às que seriam consideradas como normais, tendo em consideração o risco incorrido.

Inchausti, Maya e Gisbert (2002) salientam que a análise fundamental foi a metodologia predominante nos mercados de capitais até aos finais da década de 60 do Século XX, perdendo primazia nessa década fruto do desenvolvimento da hipótese da teoria da eficiência do mercado de capitais e do modelo de valorização de ativos de capital. O desenvolvimento destas duas teorias permitiu sustentar a hipótese de que a explicação dos preços de mercado pode ser efetuada sem recorreremos aos princípios subjacentes à análise fundamental, negando mesmo a utilidade que a análise fundamental apresenta para os diversos intervenientes no mercado de capitais. Contudo, como salienta Fernández (2010), em meados da década de 90 do Século XX a avaliação da empresa enquadrada na análise fundamental ganha novamente primazia, recorrendo às informações emanadas da contabilidade da empresa para explicar o preço de mercado das suas ações.

A eficácia da análise fundamental é questionada por Mohanram (2005) quanto à sua aplicação em empresas que apresentam um valor relativamente reduzido do rácio *book-to-market*. Tal questão resultará do facto das empresas com um valor relativamente reduzido do rácio *book-to-market* serem empresas que geralmente obtiveram um bom desempenho num período temporal recente, originando um acompanhamento mais pormenorizado pelos diversos investidores presentes no mercado de capitais.

A análise técnica traduz-se em outra das técnicas tradicionais de avaliação do valor das ações das empresas. De acordo com Silva (2001), pode ser definida como um conjunto de técnicas que tentam prever as oscilações na cotação das ações de uma empresa. Estas técnicas são apoiadas em gráficos que representam a evolução passada das cotações das ações da empresa, assim como em técnicas analíticas de previsão da evolução das cotações, baseadas em modelos matemáticos, estatísticos e econométricos.

Segundo Morais e Pinto (2002), a Teoria de Dow é uma das mais antigas e conhecidas teorias da análise técnica. O pressuposto em que assenta a Teoria de Dow é o de que o preço de mercado de uma ação é o reflexo da conjugação entre a oferta e a procura. Esta teoria tem como principais objetivos de estudo os gráficos construídos a partir das séries históricas dos preços das ações da empresa e os respetivos volumes de transação, por forma a se determinar as tendências de evolução futura dos preços da ação.

Ao nível dos estudos empíricos que versam sobre a validade da análise técnica como previsão da evolução futura do preço das ações, as principais críticas derivam da base

metodológica utilizada. Como os analistas técnicos utilizam regras que assentam na tentativa de deteção de padrões na evolução passada do preço das ações das empresas no mercado de capitais, se testarmos essas mesmas regras em séries históricas dos preços das ações das empresas no mercado de capitais estaremos a enviar o teste no sentido da aceitação da eficácia dessas mesmas regras. Os resultados obtidos no estudo de Lui e Mole (1998) sugerem que a análise técnica é utilizada pelos analistas dos mercados de capitais em análises com um horizonte temporal até um mês, enquanto a análise fundamental é mais utilizada em análises de evolução do mercado para horizontes temporais superiores aos três meses. Salienta-se ainda o facto dos resultados obtidos sugerirem que para análises com um horizonte temporal de três meses os dois métodos de análise, técnica e fundamental, não se mostrarem significativamente diferentes.

Para a teoria do passeio aleatório os movimentos dos preços das ações, nos mercados de capitais, são imprevisíveis. Como salienta Valderrama (1977), os defensores da teoria do passeio aleatório sustentam a tese de que as variações ocorridas nos preços de mercado das ações não respondem a nenhum padrão de comportamento predefinido, sendo totalmente aleatórias e impossíveis de determinar *a priori*. Nesse mesmo sentido surge a opinião de Fama (1995), ao defender que a teoria do passeio aleatório assume a existência de uma independência temporal no preço de mercado das ações das empresas, contrariamente ao assumido pela análise técnica dos preços de mercado das ações das empresas que assenta no pressuposto de que esses mesmos preços de mercado das ações apresentam uma dependência temporal. Segundo Beaver (1971) e Walter (1974), as consequências da validade da teoria do passeio aleatório traduzem-se no facto de nenhuma análise do valor das ações da empresa ser passível de gerar retornos acima da média do mercado de capitais, assim sendo, “os preços não se afastaram do equilíbrio o bastante para cobrir os custos de determinar esse afastamento” (Walter, 1974, p. 16).

A problemática do desempenho das empresas e o valor pelo qual as suas ações são transacionadas no mercado de capitais não deve ser desassociada da teoria dos mercados eficientes. A classificação mais conhecida, e referida na literatura, das várias formas de eficiência dos mercados de capitais reporta a Fama (1970), argumentando que um mercado de capitais é considerado eficiente quando os preços das ações das empresas refletem constantemente a informação disponível relativa a essas mesmas empresas, sendo as ações valorizadas de forma a poderem fornecer um rendimento normal para o risco que contêm.

Nos testes de eficiência de mercados, o objetivo principal consiste em verificar se é possível obter rendibilidades anormais de forma duradoura utilizando algum tipo de estratégia de investimento. A rendibilidade anormal de um investimento traduz-se na diferença entre a rendibilidade obtida e a rendibilidade esperada para esse investimento.

Romacho e Cidrais (2007) expressam a rendibilidade anormal da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Onde AR_{it} consiste na rendibilidade anormal do título i no período t , R_{it} corresponde à rendibilidade atual do título i no período t e $E(R_{it})$ corresponde à rendibilidade esperada do título i no período t . A rendibilidade esperada do investimento pode ser determinada utilizando modelos de equilíbrio como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou o *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Como salienta Moya (1996), a investigação desenvolvida em torno da relação entre o preço das ações e as variáveis

fundamentais assenta em três grandes linhas, o modelo CAPM, o modelo APT e a hipótese dos mercados eficientes.

O modelo CAPM, inicialmente desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965), estabelece que em equilíbrio a rentabilidade esperada de um ativo financeiro cresce positivamente e linearmente com o risco sistemático desse ativo. Apolinario e Boza (2005) definem o modelo CAPM como um modelo unifatorial que reconhece a existência de apenas um fator explicativo do rendimento obtido pelos ativos financeiros, explicando a rentabilidade esperada de um ativo financeiro através de uma relação positiva e linear com o risco sistemático que esse ativo financeiro apresenta no mercado de capitais. Tendo por base Fama e French (2004), o modelo CAPM pode ser expresso da seguinte forma:

$$r_j = r_f + [\beta_j * (r_m - r_f)] \quad (2)$$

Onde r_j representa o retorno exigido pelo investimento j , r_f consiste na taxa de retorno livre de risco, r_m representa no retorno médio do mercado e β_j representa o índice de risco não diversificável para o investimento j , também designado por coeficiente beta.

O modelo APT desenvolvido por Ross (1976) assenta na hipótese básica de que a rentabilidade dos ativos financeiros está relacionada com um conjunto de fatores, traduzindo-se deste modo num modelo multi-fatorial. Assim sendo, a rentabilidade de um ativo i será obtida da seguinte forma:

$$R_i = \alpha_i + b_{i1} F_{i1} + b_{i2} F_{i2} + \dots + b_{iK} F_{iK} + \varepsilon_i \quad (3)$$

Onde α_i consiste no valor da rentabilidade esperada que é independente dos k fatores. A variável F_i consiste no valor do fator i que influencia a rentabilidade do ativo. O parâmetro b_i mede a sensibilidade da rentabilidade do ativo i a uma variação unitária do fator F_i . O termo ε_i consiste na variável residual, ou seja, a parte da rentabilidade que não é explicada pelos vários fatores. Entre os vários fatores que podem influenciar a rentabilidade de um ativo destaca-se as variáveis económicas e financeiras específicas a cada empresa, a rentabilidade do mercado, o nível da taxa de juro, a taxa de inflação e os índices industriais.

O estudo das variáveis que se apresentam suscetíveis de explicar o preço das ações da empresa no mercado de capitais revela-se de extrema importância para os administradores das empresas cotadas nesse mesmo mercado de capitais, como referem Gallizo, Andrés e Salvador (2006). Esta importância resulta do facto desses administradores passarem a conhecer quais as variáveis financeiras que devem prestar mais atenção, assim como que política de dividendos e investimento devem praticar para que o preço das ações da empresa no mercado de capitais aumente. Salientam ainda que esta informação também será útil para os analistas financeiros que podem utilizar esta informação para orientar os seus investimentos no mercado de capitais.

Para Valderrama (1991) na estimação do valor de uma empresa, ou das suas ações, deve ser aplicada uma metodologia que permita abarcar conteúdos informativos de diferentes origens. Nesse sentido, distingue cinco grandes categorias de informação que podem afetar o valor das ações da empresa, como: i) as variáveis que se enquadram no contexto macroeconómico, onde inclui o crescimento económico, a taxa de inflação, a política fiscal e política monetária; ii) as variáveis específicas à empresa e à sua relação com o setor de atividade; iii) as variáveis específicas ao mercado de capitais onde as ações da empresa cotizam, nomeadamente o volume de transações no mercado de capitais e a liquidez do mercado; iv) aspetos de natureza psicológica por

parte dos intervenientes no mercado de capitais; v) a pressão dos especialistas presentes no mercado cujo conjunto de decisões têm um peso muito significativo no mercado.

De acordo com Marcelo e Quirós (2002), devem ter-se em consideração um conjunto de fatores, quer internos quer externos à empresa, na análise do preço das ações no mercado de capitais. Agrupando estes fatores em três grandes grupos de informação, como a situação da economia, do setor de atividade e da própria empresa, salientando o facto de a empresa apresentar níveis de controlo distintos sobre cada um destes grupos de informação. Kühl, Cherobim e Santos (2008) efetuam igualmente a divisão dos fatores suscetíveis de explicar o preço de mercado das ações das empresas em dois grandes grupos, os fatores internos à empresa e os fatores externos à empresa. Entre os fatores internos à empresa destacam os indicadores de liquidez, de rendibilidade e de endividamento, e entre os fatores externos à empresa frisam a taxa de juros pagos pelos títulos da dívida pública, a oscilação dos índices bolsistas, bem como a taxa de inflação.

Por outro lado, Moya (1996) considera que podemos agrupar as variáveis suscetíveis de explicar o preço das ações da empresa no mercado de capitais em dois grandes grupos, as relativas à própria empresa e as com um carácter global. Nas variáveis relativas à própria empresa inclui a situação patrimonial, económica e financeira da empresa no presente momento, bem como as previsões de evolução destas variáveis no futuro. Quanto às variáveis de carácter global, abrange a situação macroeconómica atual assim como as perspetivas de evolução futura.

2.2. Revisão de literatura empírica

Na literatura empírica que versa sobre os fatores explicativos da rendibilidade das ações das empresas no mercado de capitais, encontramos estudos que versam sobre as mais diversas praças financeiras mundiais. Deste modo, apresentamos uma súpula dos resultados obtidos por estudos empíricos com objetivos similares ao do presente trabalho.

Lev e Thiagarajan (1993) efetuaram um estudo empírico com o objetivo de averiguar o efeito de um conjunto de variáveis fundamentais e macroeconómicas na explicação da rendibilidade anual das ações da empresa, incidindo sobre o mercado de capitais americano. Numa primeira fase o modelo empírico contempla apenas variáveis enquadradas numa análise fundamental da empresa como as existências, as dívidas de terceiros, as atividades de Investigação e Desenvolvimento (I&D) e resultado operacional bruto. Numa segunda fase, para além das variáveis contempladas na primeira fase, insere no modelo empírico três variáveis macroeconómicas, como a taxa de inflação, o Produto Interno Bruto e o crescimento anual do nível de existências. Os resultados obtidos sugerem que o modelo estimado com apenas as variáveis fundamentais específicas à empresa apresentam uma baixa capacidade de explicação da rendibilidade anual das ações da empresa. A capacidade explicativa do modelo estimado aumenta quando se inclui no modelo as variáveis macroeconómicas, sugerindo, assim, a importância de realizar um estudo que não se restrinja apenas a variáveis fundamentais específicas à empresa na explicação da rendibilidade anual das suas ações.

O estudo de Fama e French (1992) manifesta o propósito de analisar a relação de um conjunto de variáveis fundamentais específicas à empresa na explicação da

rendibilidade que as ações da empresa proporcionam aos seus acionistas, incidindo sobre o mercado de capitais americano. As variáveis fundamentais utilizadas no estudo empírico traduzem-se no rácio *Earnings to Price* (E/P), no *book-to-market*, na capitalização bolsista, assim como no rácio entre o montante do ativo e o valor das ações quer em valores de mercado quer em valores contabilísticos. Para além destas variáveis fundamentais consideram como variável independente o risco sistemático. Os resultados obtidos sugerem que o rácio *book-to-market* e a capitalização bolsista apresentam-se, entre as variáveis fundamentais utilizadas no estudo empírico, como as mais significativas na explicação da rendibilidade que as ações da empresa proporcionam aos seus acionistas. Sugerem ainda que relativamente ao rácio *book-to-market* existe um efeito positivo na rendibilidade das ações da empresa, e relativamente à capitalização bolsista o efeito será negativo. Porém, nas empresas que apresentam um valor relativamente reduzido para o rácio *book-to-market* obtêm-se retornos anormais negativos e nas empresas com um valor relativamente elevado do rácio *book-to-market* apuram-se retornos anormais positivos.

Barber e Lyon (1996) desenvolveram um estudo empírico em que o principal objetivo se traduziu na análise da relação existente entre a dimensão da empresa, o rácio *book-to-market* e os retornos das ações da empresa, quer financeiras quer não financeiras, cotadas no mercado de capitais americano. Os resultados obtidos sugerem que a relação existente entre a dimensão da empresa, o rácio *book-to-market* e os retornos das ações da empresa nas empresas financeiras é idêntica à verificada nas empresas não financeiras. Sugerem ainda que não existe um efeito estatisticamente significativo entre a dimensão da empresa, o rácio *book-to-market* e os retornos das ações da empresa.

O estudo empírico de Pontiff e Schall (1998) apresenta como principal objetivo averiguar o efeito de um conjunto de indicadores enquadrados na análise fundamental da empresa, com especial destaque para o rácio de cariz bolsista *book-to-market*, na explicação dos retornos futuros das ações da empresa. O estudo versa sobre as empresas que compõem o índice industrial da Bolsa de Nova Iorque, o *Dow Jones Industrial Average* (DJIA). Os resultados obtidos sugerem que, na generalidade das ações das empresas que integram o índice bolsista DJIA, o rácio *book-to-market* parece ser uma variável capaz de explicar os retornos futuros das ações quando conjugado com outras variáveis como o rendimento em dividendos.

O principal objetivo do estudo de Cuéllar e Lainez (1999) consistiu na análise da relação entre a rendibilidade obtida por um conjunto de ações de empresas cotadas no mercado de capitais espanhol e quatro indicadores inseridos numa análise fundamental da empresa: dimensão, rácio *book-to-market*, rácio E/P e rácio fluxos de caixa sobre o valor de mercado das ações da empresa. Os resultados obtidos no estudo sugerem a existência de uma relação transversal significativa entre as variáveis fundamentais inseridas no estudo e a rendibilidade das ações. Realçam ainda que o rácio fluxos de caixa sobre o valor de mercado das ações da empresa se apresenta mais significativo na explicação da rendibilidade das ações do que o rácio E/P, tendo estas duas variáveis, tal como o fator dimensão, apresentado um efeito positivo e estatisticamente significativo na explicação da rendibilidade das ações. Relativamente ao rácio *book-to-market* os resultados obtidos sugerem um efeito negativo e estatisticamente significativo na explicação da rendibilidade das ações.

Requejo (2000) efetuou um estudo com o objetivo central de investigar a relevância das variáveis enquadradas numa análise fundamental da empresa conjugadas com o risco sistemático, na rendibilidade anual das suas ações. O estudo versa sobre o

mercado de capitais espanhol e os resultados alcançados parecem evidenciar que o risco sistemático, o rácio *book-to-market* e a dimensão da empresa apresentam um efeito positivo e estatisticamente significativo na explicação da rendibilidade anual das ações da empresa. Sugerem ainda que a rendibilidade anual das ações da empresa é explicada de uma forma mais acentuada quando, para além do risco sistemático, se considera no modelo um conjunto de variáveis enquadradas numa análise fundamental da empresa.

Nagano, Merlo e Silva (2003) apresentam um estudo com o objetivo de averiguar quais as variáveis enquadradas na análise fundamental da empresa possuem uma relação estatisticamente mais significativa com os retornos esperados das suas ações. Deste modo, investigam se, para além do risco sistemático das ações, existem outras variáveis que se revelam significativas na explicação dos retornos das ações das empresas cotadas no mercado de capitais brasileiro. Os resultados são obtidos através de uma análise univariante e de uma análise multivariante, tendo os mesmos sugerido a existência de uma relação positiva entre o risco sistemático e os retornos das ações da empresa. Sugerem ainda que as variáveis liquidez das ações no mercado de capitais, valor de mercado das ações, E/P e *book-to-market* revelam-se estatisticamente significativas na explicação dos retornos das ações da empresa. Relativamente à liquidez das ações no mercado de capitais e valor de mercado das ações verifica-se uma relação negativa, quanto ao E/P e ao *book-to-market* o efeito sugerido é positivo.

O estudo empírico de Trabucho, Lourenço e Curto (2005) apresenta o propósito de examinar a relevância da informação contabilística no mercado de capitais. Os autores têm em consideração as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português, construindo dois modelos de análise, o modelo do preço e o modelo da rendibilidade. No modelo preço averiguar a forma como as variáveis resultado líquido e capital próprio explicam o preço pelo qual as ações das empresas são transacionadas no mercado de capitais. Quanto ao modelo rendibilidade averiguar a forma como as variáveis PER e variação do resultado líquido explicam a rendibilidade que os acionistas podem obter na praça financeira portuguesa. Os resultados obtidos sugerem que o capital próprio e o resultado líquido da empresa apresentam-se significativos na explicação do preço de mercado das ações. Por outro lado, a rendibilidade que os acionistas podem obter é explicada apenas pelo PER pois a variação do resultado líquido não se revela significativo nessa explicação.

O objetivo do estudo de Pimentel e Canadas (2006) traduz-se na análise da relação existente entre os resultados líquidos e a rendibilidade das ações das empresas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa. Os resultados obtidos sugerem que não existe uma relação linear entre os resultados líquidos e a rendibilidade das ações, assim como uma fraca relação entre os resultados líquidos e o rendimento. Parece ainda existir uma diferente perceção no mercado de capitais português relativamente ao sinal dos resultados líquidos obtidos pela empresa, tendo os resultados líquidos negativos um menor impacto nos preços de mercado das ações comparativamente ao impacto registado pelos resultados líquidos positivos de igual grandeza.

Bastos, Nakamura, David e Rotta (2009) analisaram a relação entre o retorno ajustado das ações das empresas e indicadores de desempenho empresarial de cariz económico, financeiro e bolsista e versou sobre as empresas cotadas na praça financeira brasileira. Os indicadores de cariz económico utilizados no estudo empírico foram o *Return on Assets* (ROA) e o *Economic Value Added* (EVA), o de cariz financeiro foi o *cash-flow* e o de cariz bolsista foi o resultado por ação. Os resultados obtidos sugerem a

existência de um baixo poder explicativo dos indicadores de desempenho empresarial inseridos no estudo empírico sobre o retorno das ações das empresas, insinuando assim que esses mesmos indicadores de desempenho empresarial têm uma reduzida importância na criação de valor para os acionistas da empresa. Entre os indicadores de desempenho empresarial utilizados no estudo o *cash-flow* foi a que apresentou melhores resultados, seguindo-se a ROA e o resultado por ação.

O estudo empírico de Ribeiro (2010a) apresenta como principal objetivo analisar o efeito dos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço pelo qual as ações das empresas não financeiras são transacionadas na praça financeira portuguesa. O autor divide os indicadores de desempenho empresarial em dois grupos, um com os indicadores de cariz económico e financeiro, como a rentabilidade do ativo, o resultado líquido, o crescimento das vendas, o *cash-flow* e a autonomia financeira, outro com os indicadores de cariz bolsista, como o PER, o *payout ratio* e o valor contabilístico das ações. Os resultados sugerem que os indicadores de desempenho empresarial de cariz económico e financeiro e de cariz bolsista apresentam-se significativos na explicação do preço de mercado das ações das empresas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa. Entre os indicadores de desempenho empresarial de cariz económico e financeiro salienta-se o efeito significativamente positivo do crescimento das vendas e o efeito significativamente negativo da autonomia financeira. Quanto aos indicadores de desempenho empresarial de cariz bolsista salienta-se o efeito significativamente positivo do *payout ratio*.

O autor efectuou ainda um estudo no intuito de desenvolver o estudo anterior com o objetivo de analisar o efeito dos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço pelo qual as ações das empresas são transacionadas na praça financeira portuguesa e que pertençam ao índice bolsista PSI 20 (Ribeiro, 2010b). Os resultados obtidos sugerem que alguns indicadores de desempenho empresarial de cariz económico e financeiro e de cariz bolsista apresentam-se significativos na explicação do preço de mercado das ações das empresas que integram o PSI 20. Entre os indicadores que apresentam um efeito positivo, e estatisticamente significativo, na explicação do preço de mercado das ações das empresas que integram o PSI 20 encontra-se o resultado líquido e o valor contabilístico das ações. Por outro lado, o *cash-flow* revelou-se um indicador que apresenta um efeito negativo, e estatisticamente significativo, na explicação do preço de mercado das ações das empresas que integram o PSI 20.

Boas e Ribeiro (2015) procuram analisar o efeito dos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço das ações no mercado de capitais português, recorrendo a uma análise fundamental. A amostra sobre a qual versa o estudo empírico é constituída pelas instituições financeiras cotadas no PSI 20 e os dados reportam ao período compreendido entre o ano de 2002 e o ano de 2012. Os resultados obtidos pelos autores sugerem a existência de uma relação positiva e significativa da rentabilidade e do volume de crédito concedido na explicação do preço de mercado das ações das empresas. Por outro lado, também parecem sugerir a existência de uma relação significativamente negativa do resultado líquido, do número de ações emitidas pela empresa e do crédito vencido e o preço de mercado das ações das empresas inseridas na amostra.

3. Modelização do impacto dos fatores determinantes da rendibilidade anormal anual das ações das empresas

3.1. Base de dados e amostra

No presente estudo empírico foram utilizadas diferentes bases de dados, tendo em consideração as necessidades de informação, quer específicas à empresa quer externas à mesma. Deste modo, os valores relativos às variáveis económicas, financeiras e bolsistas específicos a cada uma das empresas inseridas na amostra foram obtidos através da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI). Esta base de dados contém informações sobre as demonstrações financeiras apresentadas anualmente por empresas não financeiras portuguesas e espanholas, sendo utilizada em diversos estudos empíricos, como o de Briones, Ruíz e Alvarado (2010), Osés (2011), Serrasqueiro e Armada (2011) e Ribeiro, Villar e Rodríguez (2012).

O INE é utilizado como fonte de informação para obtermos um conjunto de dados relativos ao setor de atividade onde a empresa se encontra a operar. Entre as várias informações estatísticas publicadas pelo INE utilizamos como base de dados a publicação anual efetuada sobre as “Empresas em Portugal”, nomeadamente as publicações com dados reportados aos anos de 2005, 2006, 2007, 2008 e 2009.

Enquadrado nas informações macroeconómicas, utilizamos no presente estudo empírico como variável independente a taxa de juros *Euribor*, em virtude desta taxa ser considerada uma taxa de juro interbancária, elaborada com base na taxa média de juros cobrada pelos bancos na Zona Euro entre si para se financiarem. A utilização da taxa de juro *Euribor* como variável independente do estudo resulta ainda do facto de esta ser uma taxa à qual se encontram indexados a grande maioria dos empréstimos à habitação em Portugal, bem como pelo facto da remuneração dos depósitos bancários também ser muito sensível à evolução das taxas *Euribor*. As taxas *Euribor* são obtidas tendo por base os valores obtidos na consulta do *site* da *Euribor* na *Internet*.

Para colmatar algumas faltas de informações na base de dados SABI relativamente a variáveis económicas, financeiras e bolsistas específicas a cada uma das empresas inseridas na amostra recorreremos ainda ao *site* na *Internet* da CMVM. As variáveis independentes específicas ao mercado de capitais português inseridas no estudo empírico foram obtidas tendo por base os Boletins da CMVM relativos a dezembro dos anos de 2005, 2006, 2007, 2008 e 2009.

Tendo por base as fontes de informação anteriormente apresentadas procedeu-se à seleção das empresas a incluir na amostra. Assim, foram excluídas da amostra, tal como nos estudos de Fama e French (1992), Trabucho et al. (2005), Pimentel e Canadas (2006), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b), as Instituições Financeiras que cotavam na *Euronext* Lisboa. Esta exclusão justifica-se pelas especificidades que este setor de atividade apresenta, assim como pela sua estrutura de contas que é distinta das restantes empresas. Para além destas empresas foram ainda excluídas da amostra, à semelhança do que se verifica em Serrasqueiro, Mendes e Nunes (2007), Ribeiro (2010a) e em Ribeiro (2010b), as Sociedades Anónimas Desportivas, em virtude do ano económico destas empresas não coincidir, normalmente, com o ano civil, sendo o seu ano económico geralmente entre o dia 1 de julho até ao dia 30 de junho do ano civil seguinte.

Após a seleção de empresas sobre as quais versa o estudo empírico definimos ainda o período temporal em que o mesmo incide. Deste modo, o presente estudo empírico

versa sobre o período temporal compreendido pelo exercício económico de 2005 e o exercício económico de 2009.

3.2. Variáveis empíricas

Na definição das variáveis empíricas construídas no presente estudo iniciamos pela variável dependente. A nossa opção recaiu pela rentabilidade anual das ações da empresa no mercado de capitais. Porém, utilizamos a rentabilidade anual das ações da empresa no mercado de capitais comparando essa mesma rentabilidade com a rentabilidade anual do principal índice bolsista do mercado de capitais português, o PSI 20. Deste modo, a variável *Rend_Anormal* consiste na variável dependente do presente estudo empírico, traduzindo-se na taxa de rentabilidade anormal anual das ações das empresas sobre as quais versa o estudo. Tal rentabilidade anormal anual das ações é calculada da seguinte forma:

$$Rend_Anormal_{it} = (((P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}) - ((PSI20_t - PSI20_{t-1}) / PSI20_{t-1})) * 100 \quad (4)$$

Onde P_{it} consiste no preço de mercado das ações da empresa i em 31 de dezembro do ano t , P_{it-1} consiste no preço de mercado das ações da empresa i em 31 de dezembro do ano $t-1$, $PSI20_t$ consiste no valor do PSI 20 em 31 de dezembro do ano t e $PSI20_{t-1}$ consiste no valor do PSI 20 em 31 de dezembro do ano $t-1$. A definição da variável *Rend_Anormal* tem assim por base o realizado nos estudos empíricos de Sobrinho, Rodrigues, Oliveira e Almeida (2014) e Beiruth, Brugni, Flores e Lima (2015).

Relativamente às variáveis independentes, a sua definição deve ser efetuada tendo em consideração os objetivos do presente estudo empírico, assim como a literatura teórica e empírica revista. Deste modo, as variáveis explicativas da rentabilidade anormal anual das ações das empresas no mercado de capitais são apresentadas na Tabela 1, apresentando-se a sua descrição, assim como a respetiva estruturação em termos de grupos e subgrupos de variáveis.

Tabela 1 – Descrição das variáveis independentes

Variável		Descrição
Internas à Empresa	Económicas e Financeiras	<i>Rentabilidade</i> / <i>ROE_Emp</i> / Rentabilidade dos capitais próprios da empresa
		<i>Liquidez</i> / <i>Liq_Ger</i> / Liquidez geral da empresa
		<i>Solvabilidade</i> / <i>Cash_Flow</i> / <i>Cash-Flow</i> da empresa
		<i>Dimensão</i> / <i>Sol_Ger</i> / Solvabilidade geral da empresa
	<i>Bolsistas</i> / <i>Vol_Neg</i> / Volume de negócios da empresa	
Externas à Empresa	<i>Pay_Rat</i> / <i>Payout ratio</i> da empresa	
	Setoriais	<i>ROE_CAE</i> / Rentabilidade dos capitais próprios do setor de atividade onde a empresa opera
		<i>Liq_CAE</i> / Liquidez geral do setor de atividade onde a empresa opera
		<i>Sol_CAE</i> / Solvabilidade geral do setor de atividade onde a empresa opera
	Macroeconómicas	<i>Tax_Juro</i> / Taxa de juro <i>Euribor</i> a 12 meses
Mercado de Capitais	<i>Trans_Mersec</i> / Volume de transações no mercado secundário português	

Fonte: elaboração própria.

Numa análise à Tabela 1 constata-se que foram definidas onze variáveis explicativas da rentabilidade anormal anual das ações da empresa no mercado de capitais. Estas mesmas variáveis explicativas são divididas em dois grandes grupos, o grupo das variáveis internas à empresa e o grupo de variáveis externas à empresa. Por sua vez,

no grupo de variáveis internas ou específicas à empresa essas mesmas variáveis são divididas num grupo com um cariz económico e financeiro, incluindo variáveis de rentabilidade, liquidez, solvabilidade e dimensão, e num grupo com um cariz bolsista.

Relativamente ao grupo de variáveis externas dividimos as mesmas em três grupos de variáveis. Um desses grupos de variáveis agrega variáveis específicas ao setor de atividade onde a empresa opera, outro dos grupos inclui as variáveis macroeconómicas. Salienta-se ainda a existência do grupo que agrega variáveis específicas ao mercado de capitais onde a empresa cotiza inserido no grupo de variáveis externas à empresa.

3.3. Estimação do modelo e discussão dos resultados

Nesta secção procede-se à estimação do modelo econométrico e à análise dos seus resultados. Os resultados da estimação do modelo, pelos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) com desvios padrão robustos, quer para a generalidade das empresas quer para as empresas do PSI 20, são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resultados estimados

Euronext Lisboa		PSI 20
Variável dependente: <i>Rend_Anormal</i> n = 179 observações		Variável dependente: <i>Rend_Anormal</i> n = 73 observações
<i>ROE_Emp</i>	3,2327** (2,15)	5,9967 (0,87)
<i>Liq_Ger</i>	1,8162 (0,96)	14,7604** (2,02)
<i>Cash_Flow</i>	-5,1e-12** (-2,10)	-4,26e-12*** (-1,76)
<i>Sol_Ger</i>	20,8975* (4,27)	40,1028* (3,98)
<i>Vol_Neg</i>	9,46e-07*** (1,78)	5,78e-07 (1,01)
<i>Pay_Rat</i>	-1,4851 (-0,72)	1,3019 (0,50)
<i>ROE_CAE</i>	73,6916 (1,32)	-3,7952 (-0,08)
<i>Liq_CAE</i>	37,0026* (3,30)	15,1805 (1,47)
<i>Sol_CAE</i>	-67,5982* (-4,60)	-71,1576* (-2,98)
<i>Tax_Juro</i>	27,4814* (16,78)	25,2617* (9,46)
<i>Trans_Mersec</i>	-0,0002* (-8,91)	-0,0002* (-7,94)
Termo Independente	-109,6539* (-7,31)	-92,3717* (-4,93)
<i>R² overall</i>	0,7500	0,7880
<i>R² between</i>	0,6409	0,7060
<i>R² within</i>	0,7670	0,8082

Notas: estatísticas *t* entre parêntesis; * nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; *** nível de significância de 10%. As estatísticas *t* são calculadas com base nos desvios padrões robustos.

Fonte: elaboração própria.

Na análise aos resultados obtidos da estimação do modelo para a generalidade das empresas da Euronext Lisboa começamos pelo valor de *R² overall* que se cifra em 0,7500, o que significa que as variações da *Rend_Anormal*, variável dependente, são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes em cerca de 75%. Este valor apresentado para o *R² overall* enquadra-se no obtido por outros estudos empíricos

similares sobre a temática em análise, como são exemplos os estudos de Marcelo e Quirós (2002) e Boas e Ribeiro (2015).

Relativamente ao efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente, os resultados evidenciam um efeito positivo e estatisticamente significativo das variáveis *ROE_Emp*, *Sol_Ger*, *Vol_Neg*, *Liq_CAE*, e *Tax_Juro* e um efeito negativo e estatisticamente significativo das variáveis *Cash_Flow*, *Sol_CAE* e *Trans_Mersec*. Deste modo, os resultados sugerem que a rentabilidade dos capitais próprios, a solvabilidade geral e o volume de negócios da empresa são variáveis específicas à empresa que explicam de uma forma positiva e significativa da rendibilidade anormal das suas ações no mercado de capitais. Por outro lado, os resultados parecem sugerir que a capacidade da empresa gerar meios monetários, *cash-flow*, exerce um efeito negativo e significativo nessa mesma explicação.

No que concerne às variáveis independentes externas à empresa de cariz setorial, os resultados sugerem que as variáveis setoriais de equilíbrio financeiro, quer de curto prazo, variável *Liq_CAE*, quer de médio longo prazo, variável *Sol_CAE*, explicam significativamente a rendibilidade anormal anual das ações da empresa no mercado de capitais, de uma forma positiva e negativa respetivamente. Quanto às variáveis externas à empresa de cariz macroeconómico, variável *Tax_Juro*, e específicas ao mercado de capitais onde a empresa cotiza, variável *Trans_Mersec*, os resultados sugerem que as mesmas se apresentam capazes de influenciar significativamente a rendibilidade anormal anual das ações da empresa. Contudo, o sinal do efeito é oposto entre estas variáveis na medida em que a taxa de juro parece exercer um efeito positivo e o volume de transações no mercado secundário parece exercer um efeito negativo.

Na análise dos resultados obtidos relativamente à estimação do modelo para as empresas que compõem o PSI 20 salienta-se o valor obtido para R^2 *overall* que se cifra em 0,7880. Consta-se assim que, comparativamente com os resultados obtidos para a estimação do modelo relativamente à generalidade das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, o valor de R^2 *overall* obtido para o modelo estimado centrado apenas nas empresas do PSI 20 apresenta mais elevado, o mesmo sucedendo ao R^2 *between* e ao R^2 *within*.

Relativamente à significância das variáveis independentes na explicação da rendibilidade anormal anual das ações da empresa os resultados obtidos para a amostra de empresas do PSI 20, comparativamente aos resultados obtidos para a generalidade das empresas da *Euronext* Lisboa, evidenciam que as variáveis *ROE_Emp*, *Vol_Neg* e *Liq_CAE* deixam de ser estatisticamente significativas. Em sentido contrário surge a variável *Liq_Ger* que passa a ser estatisticamente significativa. Os resultados parecem, assim, sugerir que os fatores explicativos da rendibilidade anormal anual das ações da empresa são distintos tendo em consideração o facto de a empresa se inserir no PSI 20 ou não, o que vai de encontro ao sugerido por Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b). Este resultado poderá advir de o mercado de capitais português apresentar uma dimensão relativamente reduzida e muito centrada nas empresas do PSI 20, tendo as restantes empresas pouca expressividade no mercado de capitais. Por outro lado, apesar das diferenças ao nível dos resultados obtidos entre as duas amostras consideradas no estudo empírico, denota-se a existência de variáveis estatisticamente significativas na explicação da rendibilidade anormal anual das ações da empresa nos quatro grandes grupos de variáveis explicativas consideradas em ambas as amostras.

4. Conclusão

Com este estudo procuramos dar um contributo no sentido de enriquecer a evidência empírica acerca dos fatores explicativos da rendibilidade apresentada pelas ações das empresas no mercado de capitais. Deste modo, estudo permite averiguar o efeito dos indicadores de desempenho empresarial específicos à empresa de cariz económico e financeiro e de cariz bolsista, setoriais, macroeconómicos e específicos ao mercado de capitais na explicação da rendibilidade anormal anual das ações das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa. Podemos assim avaliar se a rendibilidade anormal anual das ações das empresas é influenciada, fundamentalmente, pelos seus indicadores de cariz económico e financeiro ou pelos seus indicadores de cariz bolsista e o efeito das variáveis específicas ao setor de atividade onde a empresa opera, macroeconómicas e específicas ao mercado de capitais na explicação dessa mesma rendibilidade anormal anual das ações da empresa. Esta análise foi efetuada para a generalidade das empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português, bem como centrada apenas nas empresas não financeiras que integram o PSI 20.

Os resultados obtidos no estudo sugerem a existência de variáveis estatisticamente significativas na explicação da rendibilidade anormal anual das ações das empresas nos quatro grandes grupos de variáveis independentes consideradas, na generalidade das empresas da *Euronext* Lisboa. Ao nível das variáveis de desempenho empresarial específicas à empresa, apesar das variáveis de cariz bolsista não se mostrarem estatisticamente significativas, salienta-se a significância estatística dos indicadores de rentabilidade, equilíbrio financeiro de curto prazo, equilíbrio financeiro de médio e longo prazo e de dimensão da empresa. Relativamente às variáveis específicas ao setor de atividade onde a empresa opera regista-se a significância estatística da liquidez geral e da solvabilidade geral do setor na explicação da rendibilidade anormal anual das ações da empresa. Quanto às variáveis macroeconómicas e específicas ao mercado de capitais salienta-se a significância estatística quer da variável macroeconómica taxa de juro quer da variável de mercado volume de transações no mercado secundário.

Os resultados obtidos para a amostra das empresas que integram o PSI 20 parecem evidenciar que, apesar de existirem variáveis estatisticamente significativas na explicação da rendibilidade anormal anual das ações das empresas nos quatro grandes grupos de variáveis independentes, existem alterações na significância estatística de algumas variáveis, comparativamente aos resultados obtidos para a generalidade das empresas da *Euronext* Lisboa. Denota-se, assim, que existem variáveis específicas à empresa, como a rendibilidade e o volume de negócios e variáveis setoriais, como a liquidez do setor de atividade, que deixam de ser estatisticamente significativas. Por outro lado, a variável de liquidez específica à empresa apresenta-se estatisticamente significativa na explicação da rendibilidade anormal anual das empresas do PSI 20, algo que não acontece nos resultados obtidos para a generalidade das empresas da *Euronext* Lisboa.

O presente estudo constitui mais um contributo para a evidência empírica sobre a análise dos fatores explicativos da rendibilidade anormal anual das ações das empresas. Contudo, como é natural, apresenta algumas limitações que futuras investigações devem debelar, existindo ainda outras linhas de investigação que podem ser seguidas. Deste modo, uma das limitações resulta dos dados tidos na base do estudo empírico serem de um período um pouco longínquo, devendo o mesmo ser replicado tendo por base dados mais atuais, avaliando-se se os resultados obtidos são consistentes ao longo do tempo. Entre as limitações encontra-se ainda o facto de o

estudo estar centrado apenas no mercado de capitais português, podendo existir mercados de capitais onde a validade dos resultados obtidos seja colocada em causa. Para ultrapassar esta limitação em futuros estudos será incluída na amostra empresas das restantes praças financeiras que integram o projeto *Euronext*, nomeadamente a *Euronext Amsterdam*, a *Euronext Bruxelles* e a *Euronext Paris*.

Em futuras investigações poderá ainda ser efetuada uma análise por quantis. Com esta análise poderemos averiguar se os fatores explicativos da rendibilidade anormal anual das ações das empresas variam de acordo com o facto dessa mesma rendibilidade ser relativamente mais elevada ou mais reduzida.

Referências Bibliográficas

- Apolinario, R., & Boza, J. (2005). Rentabilidad y riesgo sistemático en el mercado bursátil español. *Análisis Financiero*, 98, 38-45.
- Barber, B., & Lyon, J. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41, 359-399.
- Bastos, D., Nakamura, W., David, M., & Rotta, U. (2009). A relação entre retorno das ações e as métricas de desempenho: Evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *Revista de Gestão USP*, 16(3), 65-79.
- Beaver, W. (1971). Reporting rules for marketable equity securities. *Journal of Accountancy*, 132, 57-61.
- Beiruth, A., Brugni, T., Flores, E., & Lima, V. (2015). Ações primárias geram retorno acima da média? Evidência de retornos anormais no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(2), 87-98.
- Boas, E., & Ribeiro, A. (2015). Fatores determinantes do preço das ações: evidência nas empresas constituintes do PSI-20. *Revista Estudos do ISCA*, 4(12), 1-11.
- Briones, J., Ruíz, P., & Alvarado, N. (2010, fevereiro). *La diversidad en los órganos de gobierno y el éxito empresarial*. Comunicação apresentada nas XX Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Setúbal, Portugal. CD-Rom.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2005, dezembro). *Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Edição nº 152). Lisboa: CMVM.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2006, dezembro). *Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Edição nº 164). Lisboa: CMVM.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2007, dezembro). *Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Edição nº 176). Lisboa: CMVM.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2008, dezembro). *Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Edição nº 188). Lisboa: CMVM.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2009, dezembro). *Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Edição nº 200). Lisboa: CMVM.
- Cuéllar, B., & Lainez, J. (1999, setembro). *Relación de las variables fundamentales con la rentabilidad de los títulos*. Comunicação apresentada no X Congreso AECA, Zaragoza, Espanha. CD-Rom.

- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, 51(1), 75-80.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E., & French, K. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *The Journal of Economics Perspectives*, 18(3), 25-46.
- Fernández, S. (2010). Modelos de valoración basados en magnitudes contables: limitaciones del modelo de resultado residual. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1-20.
- Fernández, I., Souto, B., & Casal, M. (2003, outubro). *El CFROI: Una herramienta de valoración de la creación de valor*. Comunicação apresentada no XII Congresso AECA, Cádiz, Espanha. CD-Rom.
- Gallizo, J., Andrés, E., & Salvador, M. (2006). Relevancia de las magnitudes contables en la valoración de mercado de las acciones: un estudio empírico de las características de las empresas cotizadas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(130), 583-596.
- Gitman, L., & Joehnk, M. (2005). *Princípios de Investimentos*. São Paulo: Pearson Addison Wesley.
- Inchausti, B., Maya, C., & Gisbert, M. (2002). El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales: Análisis crítico de su evolución. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31(114), 1111-1150.
- Instituto Nacional de Estatística (INE) (2007). *Empresas em Portugal 2005*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Instituto Nacional de Estatística (INE) (2008). *Empresas em Portugal 2006*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Instituto Nacional de Estatística (INE) (2009). *Empresas em Portugal 2007*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Instituto Nacional de Estatística (INE) (2010). *Empresas em Portugal 2008*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Instituto Nacional de Estatística (INE) (2011). *Empresas em Portugal 2009*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Kühl, M., Cherobim, A., & Santos, A. (2008). Contabilidade gerencial e mercado de capitais. O preço das ações em mercado é mais bem explicado por indicadores internos da empresa ou por indicadores externos? *Revista Capital Científico*, 6(1), 147-166.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance*, 49, 1451-1578.
- Lev, B., & Thiagarajan, S. (1993). Fundamental information Analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190-215.

- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stocks portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Lui, Y., & Mole, D. (1998). The use fundamental and technical analyses by foreign exchange dealers: Hong Kong evidence. *Journal of International Money and Finance*, 17, 535-545.
- Marcelo, J., & Quirós, J. (2002). Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31(112), 495-528.
- Mohanram, P. (2005). Separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. *Review of Accounting Studies*, 10, 133-170.
- Morais, P., & Pinto, P. (2002). Metodologias de cálculo de price target e recomendações de investimento. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 12, 105-114.
- Moya, I. (1996). Valoración analógico-bursátil de empresas. Aplicación a las cajas de ahorro. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25(86), 199-234.
- Nagano, M., Merlo, E., & Silva, M. (2003). As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. *Revista FAE*, 6(2), 13-28.
- Osés, J. (2011, fevereiro). *Estructura financiera del sector del calzado español por distritos industriales. Análisis bajo la perspectiva del ciclo de vida de la empresa*. Comunicação apresentada nas XXI Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Córdoba, Espanha. CD-Rom.
- Pimentel, L., & Canadas, N. (2006, novembro). *O conteúdo informativo dos resultados. Uma análise para as empresas cotadas na Euronext Lisboa*. Comunicação apresentada no XI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria, Coimbra, Portugal. CD-Rom.
- Pontiff, J., & Schall, L. (1998). Book-to-market ratios as predictors of market returns. *Journal of Financial Economics*, 49, 141-160.
- Requejo, S. (2000). Determinantes fundamentales de la rentabilidad de las acciones. *Revista Española e Financiación y Contabilidad*, 29(106), 1015-1031.
- Ribeiro, A. (2010a, fevereiro). *Desempenho empresarial e o valor da empresa no mercado de capitais: Evidência empírica para o mercado de capitais português*. Comunicação apresentada nas XX Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Setúbal, Portugal. CD-Rom.
- Ribeiro, A. (2010b, setembro). *Factores determinantes do valor da empresa no mercado de capitais: Evidência empírica para o PSI 20*. Comunicação apresentada no XIV Encuentro AECA, Coimbra, Portugal. CD-Rom.
- Ribeiro, A., Villar, M., & Rodríguez, M. (2012, fevereiro). *Evidência empírica dos factores explicativos dos dividendos distribuídos pelas empresas cotadas na Euronext Lisboa*. Comunicação apresentada nas XXII Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Vila Real, Portugal. CD-Rom.

- Romacho, J., & Cidrais, V. (2007). A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos. *Tékhne – Polytechnical Studies Review*, 4(7), 235-251.
- Ross, S. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, 341-360.
- Serrasqueiro, Z., & Armada, M. (2011, fevereiro). *Determinants of short and long term debt: Empirical evidence from portuguese service SMEs*. Comunicação apresentada nas XXI Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Córdoba, Portugal. CD-Rom.
- Serrasqueiro, Z., Mendes, S., & Nunes, P. (2007, fevereiro). *Determinantes do investimento das empresas: Estudo empírico com diferentes estimadores de painel*. Comunicação apresentada nas XVII Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Logroño, Portugal. CD-Rom.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Silva, N. (2001). *Eficácia da análise técnica no mercado accionista português* (Working Paper nº 9). Coimbra: GEMF, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Sobrinho, W., Rodrigues, H., Oliveira, I., & Almeida, J. (2014). A competição no mercado, impacto nos componentes do lucro contábil e no retorno das ações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(2), 54-72.
- Trabucho, P., Lourenço, I., & Curto, J. (2005, setembro). *A relevância da informação contabilística em Portugal*. Comunicação apresentada no XIII Congresso AECA, Oviedo, Portugal. CD-Rom.
- Valderrama, J. (1977). Criterios de análisis bursátil. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 6(19), 61-86.
- Valderrama, J. (1991). El análisis fundamental bajo la óptica del analista financiero. Particularidades del análisis sectorial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 21(69), 1045-1075.
- Walter, R. (1974). Análise fundamental e avaliação de títulos: Aspectos teóricos. *Revista de Administração de Empresas*, 14(1), 15-32.