

**FATORES DETERMINANTES DO PREÇO DAS AÇÕES:
EVIDÊNCIA NAS EMPRESAS CONSTITUINTES DO PSI-20**

Elisabete Vilas Boas
Universidade Federal de Santa Maria, RS/Brasil
elisabetevilasboas@hotmail.com

Alexandrino Ribeiro
Instituto Politécnico do Cávado e do Ave – Escola Superior de Gestão
aribeiro@ipca.pt

RESUMO

O principal objetivo do presente trabalho traduz-se na análise do efeito dos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço das ações no mercado de capitais português, recorrendo a uma análise fundamental. No estudo empírico efetuado utilizou-se como amostra as instituições financeiras cotadas no PSI 20 e os resultados estimados são obtidos através da aplicação do método OLS e reportam a 31 de dezembro dos anos de 2002 a 2012. Os resultados estimados sugerem que os indicadores de desempenho empresarial se apresentam suscetíveis de explicar o preço de mercado das ações das empresas financeiras, encontrando-se um efeito significativo de quase todas as variáveis inseridas no estudo empírico. Salienta-se, assim, o efeito significativamente positivo da variável rentabilidade dos ativos e da variável crédito concedido. Parece existir uma relação positiva entre a rentabilidade do ativo e o desempenho das instituições financeiras portuguesas cotadas no PSI 20, assim como à medida que estas instituições aumentam o financiamento ao mercado também contribuem para aumentar a cotação das suas ações. Por sua vez, o resultado líquido, o número de ações emitidas e o rácio de crédito vencido são variáveis estatisticamente significativas na explicação do preço das ações mas com sinal negativo.

Palavras chave: Valor de Mercado, PSI 20, Instituições Financeiras, Análise Fundamental

ABSTRACT

The main objective of this article is reflected in the analysis of the effect of corporate performance indicators in the stock price accounted for by the Portuguese capital market using fundamental analysis. In the empirical study conducted was used as the sample listed financial institutions in PSI 20 and the estimated results are obtained by applying the OLS and report to 31 December of the years 2002 to 2012. The estimated results suggest that indicators of business performance is likely to explain the present market price of the shares of financial companies, finding a significant effect of almost all variables. Thus protrudes significantly positive effect of variable profitability of assets and lending variable. There seems to be a positive relationship between return on assets and the performance of listed financial institutions in the Portuguese PSI 20, as well as these institutions increase the financing market also contribute to increase the price of its shares. In turn, the net result, the number of shares issued and the ratio of loans in arrears are statistically significant variables in explaining the stock price but with a negative sign.

Keywords: Market Value, PSI 20, Financial Institutions, Fundamental Analysis

1. INTRODUÇÃO

Os mercados de capitais, enquanto sistemas organizados e estruturados de recolha e canalização direta da poupança para o investimento produtivo ou de redistribuição do risco, desempenham um papel relevante no desenvolvimento económico e social. Deste modo, assume especial importância o estudo dos fatores que se mostram suscetíveis de influenciar o preço das ações das empresas cotadas no mercado de capitais.

Nas últimas décadas o setor financeiro, em particular o setor bancário, aproveitou o processo de globalização dos mercados, desenvolvendo-se e incrementando os níveis de competitividade, assistindo-se ao aumento do número de instituições financeiras. Assim, e aliado à importância dos mercados financeiros na atividade económica, decidiu-se no presente estudo estudar os fatores explicativos do preço de mercado das ações das instituições financeiras portuguesas, concretamente aquelas que se encontram cotadas no seu principal índice bolsista, o *Portuguese Stock Index* (PSI) 20. Este estudo apresenta um contributo para o desenvolvimento desta temática sendo distintivo de vários estudos anteriores fruto de escassez de estudos que versam sobre o setor bancário.

No mercado de capitais, e de acordo com a literatura empírica sobre o tema, são diversos os fatores que podem influenciar o preço das ações das empresas, podendo ser variáveis macroeconómicas, os preços passados das ações, a volatilidade do mercado e os indicadores económico-financeiros da empresa. Deste modo, a relevância da informação existente no mercado e o momento em que essa mesma informação é disponibilizada é importante na explicação do preço pelo qual as ações da empresa são transacionadas no mercado de capitais e tem constituído um dos temas atuais de estudo da teoria financeira. Esta problemática encontra-se associada à teoria dos mercados eficientes, sobre a qual têm incidido diversos estudos empíricos. Nesses estudos averigua-se a possibilidade dos preços pelos quais as ações são transacionadas no mercado de capitais refletirem de forma consistente todas as informações relevantes disponíveis.

A relação entre o preço pelo qual as ações da empresa são transacionadas no mercado de capitais e os seus indicadores de desempenho empresarial têm sido alvo do estudo de vários autores para mercados financeiros específicos, como o estudo de Moya (1996) para o mercado espanhol, Kabir e Roosenboom (2003) para o holandês, Galizzo *et al.* (2006) para o americano e Gonçalves e Godoy (2007) para o brasileiro. Relativamente à realidade portuguesa salientam-se os estudos de Marcelo e Quirós (2002), Oliveira e Lopes (2008), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b) na abordagem desta problemática.

Estruturamos o presente trabalho em 4 secções. Na secção 2 apresentamos a revisão da literatura teórica e empírica. Na secção 3 apresenta-se o modelo empírico a estimar, a base de dados, as variáveis empíricas usadas, os resultados obtidos e respetiva discussão. Por último, a secção 4 contempla as principais conclusões obtidas bem como as limitações do estudo e as sugestões de investigação futura.

2. REVISÃO DA LITERATURA

A análise do valor das empresas no mercado de capitais tem-se revelado de extrema importância no atual contexto económico e financeiro. O papel da informação nos mercados de capitais tem sido uma das áreas de maior interesse no estudo dos mercados financeiros. Brown (1996), citado por Lopes (2002), concluiu que a maior parte das pesquisas realizadas a partir de finais dos anos 60 pretendiam estudar o impacto da divulgação de informações contabilísticas no comportamento dos ativos nos mercados financeiros. Esta questão do desempenho empresarial e determinação do valor das empresas está intrinsecamente relacionada com a problemática da eficiência dos mercados, uma vez que o valor das ações depende da expectativa das rentabilidades futuras, toda a informação que leve a uma alteração desta expectativa vai ter um impacto direto na valorização destes títulos. A classificação mais conhecida das várias formas de

eficiência dos mercados de capitais remonta a Fama (1970), segundo o qual a eficiência de um mercado de capitais pode ser classificada segundo três níveis, eficiência na forma forte, eficiência semi-forte ou eficiência fraca. Fernandes (1996), Leite e Rangel (1996), Isidro (1997), Wilton (2002), Duque e Madeira (2004), Romacho e Cortez (2005) e Romacho e Cidrais (2007) debruçaram-se sobre esta temática no mercado de capitais português tendo, na sua generalidade, concluído que o mercado de capitais português é eficiente.

Relativamente aos estudos empíricos que versam sobre os fatores determinantes do valor das empresas no mercado de capitais, na literatura revista, encontram-se múltiplos estudos que versam sobre as mais diversas praças financeiras. Numa primeira fase segue-se a apresentação dos estudos revistos que versam sobre a praça financeira portuguesa e posteriormente a apresentação de estudos empíricos que versam sobre outras praças financeiras mundiais.

Marcelo e Quirós (2002) desenvolveram uma metodologia para determinar o valor bolsista das empresas portuguesas assim como para encontrar os fatores económicos mais importantes na explicação desse valor. Através de tal estudo concluíram que as variáveis ativo, capital próprio, vendas, resultado líquido, cash flow e dívidas a terceiros são as que mais influenciam o valor bolsista da empresa, aumentando a sua importância à medida que o tempo decorre e se verifica a consolidação tanto do mercado de valores como das empresas. Em anos de abrandamento da atividade económica para além do fator tamanho, a rentabilidade dos capitais próprios, a rentabilidade do ativo e a rentabilidade económica são também explicativos do valor bolsista das empresas em estudo, sendo que quanto maior o seu tamanho e a sua rentabilidade mais valorizadas estarão.

O estudo de Oliveira e Lopes (2008) analisa quais as informações mais relevantes, se a informação contabilística ou as expectativas criadas pelo mercado, na explicação do preço das ações de trinta e quatro empresas cotadas na *Euronext* Lisboa. As variáveis explicativas utilizadas neste estudo foram a rentabilidade do ativo (ROA), o endividamento, o *Price Earning Ratio* (PER) e o *payout ratio*, concluindo os autores que as variáveis contabilísticas apresentam-se como mais relevantes na explicação do preço das ações comparativamente às variáveis de mercado.

O mercado de capitais português foi alvo de estudo por Ribeiro (2010a) que procurou determinar o efeito provocado pelos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço de mercado das ações das empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa. Dividiu os indicadores em dois grupos, de cariz económicos e financeiros (nomeadamente, a ROA, o *cash-flow*, o crescimento das vendas, o resultado líquido, a autonomia financeira e o valor contabilístico das ações) e de cariz bolsista (como o PER e o *payout ratio*). Salienta-se o efeito significativamente positivo na explicação do preço das ações do crescimento das vendas e do *payout ratio*. Por sua vez, a autonomia financeira revelou-se com efeito significativamente negativo na explicação do preço das ações das empresas. Por seu turno, o estudo empírico de Ribeiro (2010b) debruçou-se sobre a mesma temática mas tendo por base uma amostra apenas com as empresas que integravam o PSI 20 em 31 de dezembro de 2007. Os resultados obtidos permitiram concluir que o resultado líquido e o valor contabilístico das ações são dois fatores com um efeito significativamente positivo sobre o preço das ações destas empresas, sendo que o *cash-flow* apresenta-se como significativamente negativo nessa explicação.

Vários foram os autores que se debruçaram no estudo dos mercados de capitais a nível internacional. González (1998) analisou no mercado brasileiro a relação existente entre o montante de dividendos distribuídos pela empresa e o preço das suas ações, concluindo que nas empresas que anunciam distribuição de dividendos verifica-se uma tendência de aumento do preço das suas ações. Este estudo de González (1998) permitiu ainda encontrar uma relação entre a política de dividendos e o desempenho empresarial sugerindo que o anúncio de distribuição de dividendos verifica-se após uma melhoria do desempenho da empresa, pelo que quando a empresa começa a entrar num período de decréscimo não efetua distribuição de dividendos pelos acionistas.

O estudo de Antunes e Procianny (2003) incidiu sobre o mercado de capitais brasileiro procurando analisar a reação do valor das ações das empresas face a variações no valor dos seus ativos (permanentes e imobilizado). Com este estudo concluíram que o mercado reage à divulgação da informação financeira e, como tal, às variações dos ativos da empresa. Os resultados são consistentes com a teoria do investimento

citada por Antunes e Procianoy (2003) em que os gastos de capital em projetos com valor patrimonial líquido positivo proporcionam uma reação positiva do mercado, conduzindo à subida do preço das ações, o inverso também se verifica segundo a teoria e do estudo.

O mercado de capitais holandês foi objeto de análise no estudo empírico de Kabir e Roosenboom (2003). A análise incide na relação entre a evolução do preço de mercado das ações das empresas e o seu desempenho operacional. Os indicadores utilizados foram indicadores de desempenho empresarial relacionados com a atividade operacional da empresa, com destaque para o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA). Os resultados sugerem que os preços das ações diminuem em função da diminuição do desempenho operacional da empresa e o mercado de capitais apresenta algum dinamismo a antecipar a divulgação do desempenho operacional da empresa.

Gallizo *et al.* (2006) estudaram a relação entre o preço das ações das empresas americanas cotadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) e os indicadores de desempenho empresarial. Para tal utilizam como indicadores de desempenho empresarial o *cash-flow* e o valor contabilístico das ações. As conclusões obtidas sugerem que o preço de mercado das ações das empresas de menor dimensão cotadas na NYSE é influenciado mais pelo seu *cash-flow* do que as empresas de dimensão mais elevada. Por outro lado, nas empresas de dimensão mais elevada o preço de mercado das suas ações parece ser influenciado em grande medida pelo seu valor contabilístico.

O estudo empírico de Gallizo e Salvador (2006) apresenta como principal objetivo a análise da relevância das variáveis contabilísticas na explicação da evolução do preço de mercado das ações das empresas cotadas na NYSE. Para este estudo recorrem a duas variáveis das informações financeiras da empresa, como o valor contabilístico das ações e o *cash-flow* gerado. Salienta-se ainda o facto da análise efetuada ter em consideração a divisão das empresas incluídas na amostra em várias subamostras de acordo com a dimensão da empresa, o sector de atividade onde a empresa opera, a política de dividendos praticada pela empresa, bem como a velocidade do rentabilidade do ativo. Os resultados obtidos por Gallizo e Salvador (2006) sugerem a existência de uma relação positiva entre o *cash-flow* e o valor contabilístico das ações e o preço de mercado das ações da empresa. Contudo, os resultados não se mantêm uniformes para todas as empresas na medida em que os mesmos divergem de acordo com a dimensão da empresa, do sector de atividade ao qual a empresa pertence, a política de dividendos que a empresa coloca em prática e a velocidade do retorno do ativo da empresa.

Kühl *et al.* (2008) procuraram determinar quais os fatores (externos ou internos) que mais influenciam o preço das ações das empresas cotadas no índice do mercado brasileiro. Para tal, utilizam cinco indicadores externos e oito indicadores internos. De entre os fatores externos à empresa utilizados encontra-se o índice Bovespa, o índice *Nasdaq*, o índice *Dow Jones*, a taxa *Selic*, taxa de juro de referência no mercado brasileiro e a taxa de inflação, sendo que as que se revestiram de maior capacidade explicativa foi o índice Bovespa e a taxa de inflação. De entre os fatores internos à empresa utilizados encontra-se os indicadores de liquidez, os indicadores de endividamento e estrutura e os indicadores de rentabilidade, sendo que apenas um dos indicadores de rentabilidade apresentou capacidade explicativa do preço de mercado das ações.

No mercado de capitais espanhol, o estudo empírico de Villar *et al.* (2011) apresenta como objetivo averiguar a relação entre os indicadores de desempenho empresarial, avaliados através de rácios de cariz económico e financeiro e de cariz bolsista, e o preço de mercado das ações das empresas que integram o índice bolsista da praça financeira espanhola IBEX 35. Os resultados obtidos do estudo denotam a existência de um efeito positivo da ROA, do PER e do valor contabilístico das ações da empresa no preço de mercado das ações.

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1 ESPECIFICAÇÕES DO MODELO EMPÍRICO

Tendo em consideração os objetivos do presente trabalho, surge a necessidade de especificar o modelo empírico a estimar. Deste modo, recorremos a estudos empíricos, como o de Gonçalves e Godoy (2007), Oliveira e Lopes (2008), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b) que abordam a problemática do efeito de indicadores de desempenho económico e financeiro no preço das ações da empresa. Assim, o modelo empírico a estimar terá uma configuração onde o preço das ações da empresa i num dado momento, designado por Y_i , é obtido pela seguinte expressão:

$$Y_i = \alpha + \beta_i X_i + \epsilon \quad (1)$$

Com $i = 1, 2, 3, \dots, N$, onde X_i representa o vetor dos indicadores económicos e financeiros observados num dado momento, e ϵ_i representa o termo dos erros do modelo. Os parâmetros α , e β_i representam os parâmetros desconhecidos do modelo, que se pretendem estimar. Os valores relativos às variáveis dependentes e explicativas referem-se ao mesmo momento temporal, traduzindo-se no dia ao qual reportam as demonstrações financeiras das empresas, no caso em análise dia 31 de dezembro de cada ano.

3.2 AMOSTRA E BASE DE DADOS

O presente estudo empírico incide sobre as instituições financeiras cotadas no PSI 20, versando no período entre 2002 e 2012. Assim, e para obter informação sobre as empresas financeiras que integram este índice bolsista, foi consultada a página de Internet da *Euronext* Lisboa que originou que o presente estudo incida sobre quatro instituições financeiras portuguesas, como o Banco Comercial Português (BCP), o Banco Espírito Santo (BES), o Banco Português de Investimento (BPI) e o Banco Internacional do Funchal (BANIF). Esta fonte de informação é utilizada em diversos estudos empíricos que versam sobre o mercado de capitais português nomeadamente Romacho e Cortez (2005), Romacho e Cidrais (2007), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b).

No que concerne à obtenção da informação financeira, nomeadamente os relatórios e contas das quatro instituições financeiras cotadas no período em análise no PSI 20, foi consultado o *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que serve igualmente de base de dados dos estudos de Wilton (2002), Duque e Pinto (2004), Romacho e Cidrais (2007), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b). A CMVM tem como principal atributo a difusão de informação, principalmente das empresas cotadas em bolsa. Deste modo, a obtenção dos relatórios anuais das empresas em estudo contém várias informações úteis designadamente, o balanço, a demonstração de resultados assim como o número de ações emitidas e a respetiva cotação de fecho.

3.3 VARIÁVEIS DO ESTUDO

A análise do comportamento das variáveis que influenciam o desempenho empresarial e que permitem justificar o preço das ações no mercado de capitais tem vindo a ser efetuada em diversos estudos empíricos realizados em Portugal, nomeadamente Marcelo e Quirós (2002), Oliveira e Lopes (2008), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b).

No presente estudo definimos como variável dependente o preço de fecho das ações de cada uma das empresas constantes da amostra, no dia 31 de dezembro. Para tal, criamos a variável *Cot_Ação* que consiste no logaritmo do preço de fecho das ações de cada uma das empresas em estudo. Na literatura empírica que versa sobre o mercado de capitais português esta mesma variável é utilizada em estudos como os de Marcelo e Quirós (2002), Oliveira e Lopes (2008), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b).

Na revisão da literatura teórica e empírica efetuada foi possível constatar a existência de diversos indicadores de desempenho empresarial suscetíveis de explicar o preço das ações das empresas. Esses indicadores consistem nas variáveis independentes utilizadas neste estudo empírico. Na seleção das variáveis independentes foi importante considerar as referências de Moya (1996) e Gisbert e Inchausti (1997) que referem a possibilidade de alguns indicadores se apresentarem redundantes na explicação do preço das ações. Para tal, o modelo não deverá incluir variáveis independentes altamente correlacionadas entre si, mesmo que cada uma delas se revele altamente explicativa do preço das ações da empresa. Deste modo, foram incluídas no presente estudo as seguintes oito variáveis independentes.

A variável *Disponib* consiste no logaritmo das disponibilidades, isto é, recursos financeiros que se encontram à disposição imediata da instituição financeira e que compreendem os meios de pagamento em moeda e em outra espécie, os depósitos bancários à vista e os títulos de liquidez imediata. Esta variável é abordada em diversos estudos, como os de Marcelo e Quirós (2002), Gallizo *et al.* (2006), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b) que utilizam a variável fluxos de caixa para medir a capacidade da empresa em libertar meios líquidos. Nos resultados de Ribeiro (2010b) o cash-flow gerado pela empresa no exercício económico exerce um efeito negativo na explicação do preço das suas ações no mercado de capitais. Estes resultados contrariam os obtidos no estudo empírico de Marcelo e Quirós (2002), assim como no estudo de Gallizo *et al.* (2006), essencialmente no que diz respeito às empresas de dimensão mais reduzida. Deste modo, o efeito esperado para esta variável apresenta-se indeterminado.

Foi considerado no estudo empírico a variável independente *Result_Liq* que consiste no logaritmo do resultado líquido obtido por cada instituição financeira constante da amostra. Com a inclusão no presente estudo desta variável pretende-se avaliar se o preço das ações das instituições financeiras portuguesas cotadas no PSI 20 pode ser explicado pelo seu nível de resultados líquidos obtidos. O estudo de Marcelo e Quirós (2002) concluiu que esta variável em anos de expansão económica teve um impacto positivo no preço das ações das empresas analisadas. Porém, em anos de abrandamento da atividade económica não se revelou com efeito positivo. Por seu turno, o estudo de Ribeiro (2010b) permitiu concluir um efeito positivo da variável resultado líquido na explicação do preço das ações. Deste modo, espera-se no presente estudo um efeito indeterminado no grau de explicação desta variável independente.

A variável *ROA* consiste na rentabilidade dos ativos permitindo demonstrar a capacidade dos ativos de uma empresa gerar resultados. O seu valor é expresso em percentagem e calculado pelo quociente entre o resultado líquido e o total do ativo líquido. De acordo com a revisão da literatura efetuada Marcelo e Quirós (2002) e Oliveira e Lopes (2008) utilizaram esta variável nas suas investigações empíricas onde concluíram pelo seu efeito positivo na explicação do preço de mercado das ações das empresas analisadas. Por conseguinte espera-se que no presente estudo que a variável *ROA* possua também um efeito positivo sobre a variável dependente.

Incluiu-se ainda como variável independente a variável *Cost_to_Inc* como medida do nível de eficiência da atividade corrente bancária. Esta variável corresponde ao logaritmo do quociente entre os custos operacionais e os proveitos da atividade operacional. O estudo de Tripe (1998) permitiu analisar a importância deste indicador como medida de desempenho do mercado bancário australiano. Por sua vez, Silva (2010) concluiu no seu trabalho empírico que o rácio *cost to income* é um dos fatores explicativos da eficiência do Sistema Bancário Português com efeito negativo. Deste modo, no presente estudo empírico, espera-se que esta variável apresente um efeito negativo na explicação da variável dependente.

Quanto à variável de adequação de níveis de capital, *Tier_I*, esta corresponde ao rácio do capital próprio do banco versus os seus ativos ponderados pelo risco. Segundo Barbudo (2011) os rácios de solvabilidade representam uma das vertentes mais importantes da regulação bancária, permitindo às instituições financeiras transparecer credibilidade. Assim, espera-se um efeito positivo deste rácio sobre a variável dependente.

No que respeita à variável *Ações_Emit* esta refere-se ao logaritmo do número de ações emitidas pelas empresas financeiras em estudo no período referente à amostra. De acordo com os resultados do estudo de Pacheco (2006), espera-se que esta variável exerça um efeito negativo sobre o preço de mercado das ações das instituições financeiras consideradas no presente estudo.

Por fim foram ainda incluídas duas variáveis independentes relativas a fatores de risco, designadamente as variáveis *Cred_Conc* e *Cred_Venc*. Sendo que o *Cred_Conc* é o logaritmo do total de crédito concedido pela instituição financeira e, segundo Silva (2010), é uma variável que permite explicar a eficiência do mercado bancário português, esperando-se um efeito positivo. Por sua vez, a variável *Cred_Venc* corresponde ao rácio de crédito vencido, isto é, o crédito em situação de incumprimento de pagamento em percentagem do crédito concedido. Esperando-se que esta variável possua um efeito negativo sobre o preço das ações das empresas financeiras.

Na Tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis, dependente e independentes, consideradas no presente estudo empírico.

TABELA 1: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS

	MÉDIA	DESVIO – PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
<i>Cot_Ação</i>	0,677872	1,485544	0,381973	2,791165
<i>Disponib</i>	14,052730	0,775421	12,467450	15,299440
<i>Result_Liq</i>	12,159520	0,951668	9,945972	13,566910
<i>ROA</i>	0,005730	0,004010	-0,008000	0,013000
<i>Cost_to_Inc</i>	-0,574817	0,165663	-1,142564	0,317454
<i>Tier_I</i>	0,086672	0,051844	0,049000	0,0397000
<i>Ações_Emit</i>	13,920540	1,671264	10,308950	19,303070
<i>Cred_Conc</i>	16,904810	1,050395	13,551730	18,163830
<i>Cred_Venc</i>	0,020907	0,018896	0,007000	0,123000

Fonte: Elaboração própria

Da análise da Tabela 1 salienta-se o facto das instituições financeiras inseridas na amostra apresentarem um preço médio de transação, variável *Cot_Ação*, que se situa em cerca de 0,678 Euros por ação no mercado de capitais português entre 2002 e 2012, tendo atingido um valor máximo em cerca de 2,791 Euros.

3.4 ESTIMAÇÃO DO MODELO

Com base nas variáveis empíricas, dependente e independentes, apresentadas na secção anterior procede-se à construção do modelo econométrico a estimar. A metodologia econométrica adotada foi o método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), semelhante ao estudo de Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b). O modelo econométrico a estimar traduz-se em:

$$Cot_Ação_i = a + \beta_1 * Disponib_i + \beta_2 * Result_Liq_i + \beta_3 * ROA_i + \beta_4 * Cost_to_Inc_i + \beta_5 * Tier_I_i + \beta_6 * Ações_Emit_i + \beta_7 * Cred_Conc_i + \beta_8 * Cred_Venc_i + \mu_i \quad (2)$$

Onde o coeficiente *a* representa o termo independente, os coeficientes β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 e β_8 representam o efeito de cada um dos indicadores de desempenho empresarial na explicação do preço das ações da empresa e μ_i representa o termo de perturbações, ou seja, todos os indicadores de desempenho

empresarial que não são observáveis. O *software* econométrico utilizado no presente estudo empírico foi o STATA.

3.5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na análise aos resultados obtidos da estimação do modelo, apresentados na Tabela 2, começamos pelo valor de R^2 , ou seja, a proporção da variável dependente que é explicada pelas variáveis independentes. Este apresenta um valor de 0,6809, significando assim que as variações da *Cot_Ação*, variável dependente, são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes em cerca de 68,09%. Este valor encontra-se enquadrado no obtido por estudos empíricos similares sobre a questão em análise.

TABELA 2: RESULTADOS DO MODELO DE ESTIMAÇÃO

VARIÁVEL DEPENDENTE: <i>Cot_Ação</i> n = 36	
VARIÁVEIS INDEPENDENTES	OLS
<i>Disponib</i>	0,97641 (1,46)
<i>Result_Liq</i>	-1,18344 ** (-2,08)
ROA	300,36190 * (3,21)
<i>Cost_to_Inc</i>	-1,61515 (-1,08)
<i>Tier_I</i>	-3,64465 (-1,15)
<i>Ações_Emit</i>	-0,54135 * (-4,79)
<i>Cred_Conc</i>	0,52296 *** (1,80)
<i>Cred_Venc</i>	-53,22017 *** (-1,81)
R^2	0,6809
R^2 Ajustado	0,5864

Notas: Estatísticas t entre parêntesis: * nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; *** nível de significância de 10%

Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao efeito das variáveis independentes na explicação do preço das ações das instituições financeiras cotadas no PSI 20 destacam-se como estatisticamente significativas cinco variáveis. Os resultados obtidos sugerem que a variável *Result_Liq* apresenta um efeito significativo e negativo na explicação do preço das ações da empresa. Desta forma, os resultados do presente estudo empírico apontam para a existência de uma relação inversa entre o resultado líquido apresentado pelas instituições financeiras e o preço pelo qual as suas ações são transacionadas no mercado de capitais.

No que concerne à variável *ROA*, verifica-se um efeito significativamente positivo da rendibilidade do ativo de uma empresa na explicação do preço das suas ações no mercado de capitais, indo de encontro ao esperado. Assim, os resultados obtidos parecem sugerir que quanto maior é a capacidade dos ativos da instituição financeira em gerar resultados maior será o interesse dos acionistas em investir nessa instituição, contribuindo para o aumento do seu valor no mercado de capitais.

Por sua vez, o número de ações emitidas, variável *Ações_Emit*, apresenta-se com sinal negativo e estatisticamente significativa na explicação do preço das ações das empresas financeiras em estudo, sugerindo que à medida que estas aumentam o número de ações emitidas no mercado de capitais o seu preço baixa. Conferindo assim com o esperado.

Quanto à variável *Cred_Conc* verifica-se que o montante de crédito concedido pelas instituições financeiras apresenta-se estatisticamente significativa e com sinal positivo na explicação do preço das suas ações. Este resultado corrobora com o esperado e sugerido no estudo de Silva (2010), evidenciando que à medida que existe uma maior abertura por parte das instituições financeiras na concessão de crédito aos seus clientes aumenta o preço de mercado das ações.

Relativamente à variável que mede o nível de crédito vencido das empresas financeiras em análise, variável *Cred_Venc*, revelou-se também estatisticamente significativa e com sinal negativo como fator explicativo do preço de mercado das ações das empresas. Assim, os resultados parecem sugerir que quanto maior for o nível de crédito em incumprimento menor será o interesse dos investidores na compra das ações da instituição financeira, pelo que provocará uma diminuição do preço das mesmas.

Salienta-se ainda o facto dos resultados obtidos sugerirem que as variáveis *Disponib*, *Cost_to_Inc* e *Tier_I* não se apresentam estatisticamente significativas na explicação do preço das ações das empresas financeiras cotizadas no PSI 20.

4. CONCLUSÃO

Tendo em consideração a importância que o setor financeiro possui e a carência de estudos empíricos que se debrucem sobre as empresas financeiras torna-se útil estudar e determinar quais são os indicadores de desempenho empresarial que influenciam e explicam o comportamento do preço das ações das instituições financeiras no mercado de capitais português. O preço das ações de uma empresa é influenciado por diversas variáveis sendo necessário conhecê-las dado que tanto investidores como administradores necessitam desta informação para orientar os seus investimentos.

Por forma a averiguar quais as variáveis explicativas do valor das instituições financeiras portuguesas cotadas no PSI 20 procedeu-se à realização de um estudo empírico que versa sobre os bancos portugueses cotados no PSI 20 nos anos de 2002 a 2012. Dos resultados obtidos da estimação destaca-se o valor do coeficiente de determinação de 0,6809 que significa que as variações do valor das ações das empresas no mercado de capitais são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes em cerca de 68,09%. De realçar, ainda, que cinco das variáveis se revelaram estatisticamente significativas pelo que este estudo permitirá contribuir para o conhecimento do mercado de capitais português. Assim, os resultados obtidos sugerem uma relação positiva entre a rendibilidade do ativo e o volume de crédito que a instituição financeira concede ao mercado e o preço de mercado das suas ações. Por sua vez, os resultados obtidos no estudo parecem sugerir que o resultado líquido, o número de ações emitidas pela empresa e o crédito vencido são variáveis estatisticamente significativas na explicação do preço das ações mas em sentido inverso.

Os resultados obtidos permitem ainda retirar conclusões de interesse sobre o setor financeiro e sobre a importância da informação financeira na análise ao mercado acionista. Porém, é importante salientar que se trata de um setor pouco investigado dadas as suas especificidades pelo que existe ainda uma escassa base comparativa. O presente estudo constitui assim mais um contributo para a evidência empírica sobre a

problemática do valor das empresas financeiras no mercado de capitais. Contudo, como é natural, apresenta algumas limitações que futuras investigações devem debelar. Uma das principais limitações deste trabalho consiste na pequena dimensão da amostra em virtude do reduzido número de instituições financeiras presentes no PSI 20. Destaca-se ainda o facto do preço das ações da empresa no mercado de capitais poder ser influenciado também por outros indicadores, para além dos indicadores de desempenho empresarial específicos a cada empresa.

Como resposta a limitações existentes no presente estudo empírico, em futuras investigações a amostra sobre a qual incide o estudo deverá ser alargada a outros mercados financeiros. Deste modo, seria interessante e útil para o contributo da investigação nesta área, alargar a amostra à generalidade das instituições financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa, assim como alargar a amostra a outras praças financeiras como a espanhola, por exemplo, possibilitando analisar as principais diferenças entre os mercados e o seu nível de integração. Por outro lado, como poderão existir também outros indicadores explicativos do preço das ações para além dos específicos à empresa, numa investigação futura seria de interesse incluir também variáveis de cariz macroeconómico e variáveis específicas ao mercado de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANTUNES, M. e PROCIANOY, J. (2003), “Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre o preço de suas ações no mercado de capitais”, *Revista Administração*, 38, 5-14
- BARBUDO, J. (2011), “Regulação Bancária: Relação entre Rádios de Solvabilidade e Carteiras de Activos”, Dissertação de Mestrado. Universidade Técnica de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão
- DUQUE, J. e MADEIRA, G. (2004), “Effects associated with index composition change: evidence from the Euronext Lisbon Stock Exchange”, *Working Paper 5/2004*, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa
- DUQUE, J. e PINTO, I. (2004), “How sensitive are price sensitive events?”, *Working Paper 4/2004*, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa
- FAMA, E. (1970), “Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, May, 383-417
- FERNANDES, P. (1996), “Lucros Inesperados e Rendibilidade no Mercado de Capitais Português”, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão
- GALLIZO, J., ANDRÉS, E. 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*, XXXV (130), 583-596
- GALLIZO, J. e SALVADOR, M. (2006), “Share prices and accounting variables: a hierarchical Bayesian analysis”, *Review of Accounting and Finance*, 5 (3), 268-278
- GISBERT, M. e INCHAUSTI, B. (1997), “El papel del análisis fundamental para la determinación de los precios en los mercados financieros”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXVI (92), 697-725
- GONÇALVES, R. e GODOY, C. (2007), “O valor da empresa e a informação contábil: um estudo nas empresas petrolíferas listadas na NYSE”, *4.º PDPETRO*, Campinas, 21 a 24 de Outubro
- GONZÁLEZ, P. (1998), “As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro”, *Caderno de Estudos*, 10 (19), 70-81
- ISIDRO, H. (1997), “O preço dos títulos cotados na BVL e o anúncio dos resultados contabilísticos: um teste à eficiência na forma semi-forte”, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa

- KABIR, R. e ROOSENBOOM, P. (2003). “Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues”, *Journal of Corporate Finance*, 9 (1), 93–113
- KÜHL, M., CHEROBIM, A. e SANTOS, A. (2008), “Contabilidade gerencial e mercado de capitais: O preço das ações em mercado é melhor explicado por indicadores internos da empresa ou por indicadores externos?”, *Revista Capital Científico*, 6 (1), 145-164
- LEITE, N. e RANGEL, P. (1996), “Impacto da divulgação de Informação na Cotação de Acções”, *Estudos e Artigos*, 1.º Semestre
- LOPES, A. (2002), “A informação contábil e o mercado de capitais”, *Thomson Learning*, 1-7
- MARCELO, J. e QUIRÓS, J. (2002), “Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXXI (112), 495-528
- MOYA, I. (1996), “Valoración analogico-bursátil de empresas. Aplicación a las cajas de ahorro”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XXV (86), 199-234
- OLIVEIRA, H. e LOPES, C. (2008). “Avaliação financeira das empresas”, *Revista de Contabilidade e Finanças*, 93, 18-21
- PACHECO, L. (2006), “Efeitos nas cotações do anúncio de novas emissões de ações de bancos portugueses”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 24, Edição Especial, 242-255
- RIBEIRO, A. (2010a), “Desempenho empresarial e o valor da empresa no mercado de capitais: Evidência empírica para o mercado de capitais português”, XX Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, 4 e 5 de Fevereiro, Setúbal
- RIBEIRO, A. (2010b), “Factores determinantes do valor da empresa no mercado de capitais: Evidência empírica para o PSI 20”, XIV Encuentro AECA, 23 e 24 de Setembro, Coimbra.
- ROMACHO, J. e CIDRAIS, V. (2007), “A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos”, *Tékhné – Polytechnical Studies Review*, IV (7), 235-251
- ROMACHO, J. e CORTEZ, M. (2005), “Os gestores de carteiras têm capacidade de selecção de títulos e de previsão da evolução do mercado? Um estudo empírico para o mercado português”, *Tékhné – Polytechnical Studies Review*, II (4), 39-58
- SILVA, C. (2010), “O Sistema Bancário Português: Eficiência e outras propostas de valor”, Universidade Técnica de Lisboa – Instituto Superior de Economia e Gestão
- TRIPE, D. (1998), “Cost to income Ratios in Australasian Banking”, Centre for Banking Studies, Massey University
- VILLAR, M., RIBEIRO, A. e RODRÍGUEZ, M. (2011), “Relación entre resultado empresarial y valoración bursátil de las empresas que conforman el IBEX 35”, XVI Congreso AECA, 21 a 23 de Septiembre, Granada
- WILTON, P. (2002), “Impacto da divulgação de resultados na negociação em mercado de bolsa”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 15, 51-64