



**Universidade de Aveiro** Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração de Aveiro

2016

**Ângela Cristina  
da Silva Carvalho**

**FATORES DETERMINANTES DA RECOMPRA DE  
AÇÕES: ESTUDO IBÉRICO**



**Ângela Cristina da  
Silva Carvalho**

**FATORES DETERMINANTES DA RECOMPRA  
DE AÇÕES: ESTUDO IBÉRICO**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade – Ramo Fiscalidade, realizada sob a orientação científica do Dr. António Estêvão da Naia Ferreira, Professor Assistente Quadro Transitório, do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e da Dra. Graça Maria do Carmo Azevedo, Professora Coordenadora sem Agregação, do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

*Dedico este trabalho ao meu Pedro pelo incansável apoio e paciência ao longo de todo este tempo.*

*“That’s why I know you are the one,  
That’s how I know you are the one.”*

*Kodaline*

**o júri**

Presidente

Professor Doutor João Francisco Carvalho de Sousa  
Professor Adjunto, Universidade de Aveiro

Arguente principal

Professor Doutor Jonas da Silva Oliveira  
Professor Auxiliar, ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Orientador

Mestre António Estêvão da Naia Ferreira  
Assistente Quadro Transitório, Universidade de Aveiro

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço ao professor António Estêvão pela proposta de tema e pelo acompanhamento ao longo deste percurso.

Em segundo lugar, à professora Graça Azevedo por todo o incentivo, motivação, esperança, confiança, apoio, persistência e sugestões ao longo deste percurso.

Quero prestar também um agradecimento à professora Alexandra Botelho e à professora Alexandra Bernardo pela disponibilidade no esclarecimento de dúvidas.

Não posso deixar de agradecer à minha mãe, à minha irmã, à minha família e à minha nova família pelo apoio, consolo e esperança que me deram durante todo este percurso.

Quero agradecer também aos meus amigos pelo apoio, incentivo, motivação, compreensão e paciência para aturar o meu mau humor nos momentos mais complicados...

Finalmente, ao meu Pedro, por estar sempre presente quando preciso e por ser a minha âncora, obrigada.

A todos, um bem-haja!

**PALAVRAS-CHAVE** Ações próprias, recompra de ações, indicadores financeiros, motivos, fatores explicativos, dividendos, sinalização, *cashflows*, dimensão

**RESUMO**

São vários os motivos que influenciam a tomada de decisão de recompra de ações, tanto no contexto nacional como no contexto Ibérico.

Para melhor perceção desta temática, o presente trabalho propõe-se identificar por um lado, quais as motivações que levam os administradores a adquirir ações próprias e quais os alicerces da tomada de decisão no contexto nacional; por outro lado, comparar os indicadores financeiros das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa com as empresas espanholas.

Para o estudo foram recolhidos os dados relativos às empresas com valores cotados na bolsa de valores *EuronextLisbon* e *Euronext Madrid*. Para o primeiro objetivo analisou-se o período de 2005 a 2015, e para o segundo, o período de 2011 a 2015.

Através da estimação de um modelo de regressão logística concluímos que para Portugal, o rácio *payout* e o rácio *market-to-book* constituem fatores relevantes na decisão de recompra de ações. Do estudo Ibérico concluímos que ambos os países apenas partilham o indicador relacionado com a dimensão da empresa como fator explicativo da aquisição de ações próprias.

## KEYWORDS

Own shares, repurchase stock, motives, explanatory factors, dividends, signaling, *cashflows*, assets

## ABSTRACT

There are several factors that influence the decision to repurchase shares, both in the national context and in the Iberian context.

For a better perception of this issue, this paper aims to identify, on the one hand, what are the motivations that make managers acquire own stock and what are the foundations of that decision in the national context; on the other hand, compare the financial indicators of Portuguese companies listed on the stock exchange with Spanish companies.

In order to do this work, we collected data from companies listed on *Euronext Lisbon* and *Euronext Madrid*. For the first goal, we analysed the period from 2005 to 2015, and for the second goal, we analysed the period between 2011 and 2015.

Through the logistic regression estimation, we conclude that in Portugal, the ratio *payout* and the ratio *market-to-book* are the relevant factors in the repurchase stock decision. From the Iberian case we conclude that both countries have in common a single covariate that influences the decision to repurchase shares: the assets of the companies.

## ÍNDICE DE TABELAS

ANEXO 1 – Cálculo da variável CASH

ANEXO 2 – Cálculo da variável CASH FLOW

ANEXO 3 – Cálculo da variável MARKET-TO-BOOK

ANEXO 4 – Cálculo da variável PAYOUT

ANEXO 5 – Cálculo da variável DIMENSÃO

ANEXO 6 – Cálculo da variável ALAVANCAGEM

QUADRO 1 – Verificação da recompra de ações nas empresas constituintes do PSI 20

QUADRO 2 – Verificação da recompra de ações nas empresas constantes no PSI 20

QUADRO 3 – Verificação da recompra de ações nas empresas constantes no IBEX 35

QUADRO 4 – Variáveis independentes e sinal esperado de cada variável

QUADRO 5 – Análise descritiva dos dados do grupo de empresas que não adquiriram ações próprias

QUADRO 6 – Análise descritiva dos dados do grupo de empresas que adquiriram ações próprias

QUADRO 7 – Análise descritiva dos dados das empresas portuguesas

QUADRO 8 – Análise descritiva dos dados das empresas espanholas

QUADRO 9 – Análise da correlação entre as variáveis do estudo

QUADRO 10 – Teste do rácio de verosimilhanças

QUADRO 11 – Bondade do ajustamento do modelo aos dados

QUADRO 12 – Teste de *HosmerandLemeshow* – ajustamento

QUADRO 13 – Modelo completo de regressão logística aplicado ao estudo de Portugal

QUADRO 14 – Teste do rácio de verosimilhanças - Portugal

QUADRO 15 – Teste do rácio de verosimilhanças - Espanha

QUADRO 16 – Bondade do ajustamento do modelo aos dados - Portugal

QUADRO 17 – Bondade do ajustamento do modelo aos dados - Espanha

QUADRO 18 – Teste de *HosmerandLemeshow* – Portugal

QUADRO 19 – Teste de *HosmerandLemeshow* – Espanha

QUADRO 20 – Modelo completo de regressão logística - Portugal

QUADRO 21 – Modelo completo de regressão logística - Espanha



## LISTA DE ABREVIATURAS

CC – Código Civil

CCom – Código Comercial

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

IBEX 35 – *IberiaIndex 35*

PSI 20 – *Portuguese Stock Index 20*

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

Cfr. – Conforme

# ÍNDICE

---

Agradecimentos .....	v
Resumo.....	vi
Abstract .....	vii
Índice de tabelas .....	viii
Lista de Abreviaturas.....	ix
1. Introdução.....	1
2. Enquadramento normativo.....	3
2.1. Evolução histórica das sociedades anónimas .....	3
2.2. Evolução histórica das sociedades comerciais.....	5
2.3. Ações próprias e o seu regime jurídico: Ordenamento Português vs Ordenamento Europeu.....	10
2.3.1. Licidade na aquisição de ações próprias.....	13
2.3.2. Ilicidade na aquisição de ações próprias .....	15
3. Revisão da Literatura.....	19
3.1. Formulação de hipóteses .....	24
4. Metodologia .....	28
4.1. Objetivos do estudo .....	28
4.2. Amostra .....	28
4.3. Definição das variáveis.....	31
4.3.1. Variável dependente .....	31
4.3.2. Variáveis independentes.....	31
4.4. Modelo econométrico.....	33
5. Resultados .....	34
5.1. Análise descritiva dos dados .....	34
5.1.1. Portugal .....	34
5.1.2. Portugal vs Espanha .....	37
5.2. Regressão logística .....	39
5.2.1. Portugal .....	39
5.2.2. Portugal vs Espanha .....	43
6. Conclusão .....	48
7. Bibliografia .....	51
8. ANEXOS .....	54

# 1. INTRODUÇÃO

---

A operação de recompra de ações, com o passar dos anos, ganhou mais relevância na comunidade científica, sendo alvo de vários estudos no sentido de se compreenderem os motivos que levam à tomada de decisão desta operação.

De facto, quais são os fatores explicativos da recompra de ações?

Como veremos ao longo das próximas páginas, vários autores debruçaram-se sobre determinados fatores que potencialmente podem influenciar os administradores nesta tomada de decisão. Estes fatores de carácter financeiro, corporativo e até informativo estão à disposição dos investidores e público em geral e, portanto, podem ser recolhidos de forma a serem estudados.

As empresas recompram ações pelos mais diversos motivos: ou porque dispõem de excessos de tesouraria, ou porque pretendem fomentar o mercado, ou porque pretendem diminuir o seu endividamento. Existem, assim, inúmeros motivos inseridos num vasto leque de opções.

Esta temática embora não seja recente em Portugal, parece carecer ainda de alguns estudos empíricos que procurem evidenciar as razões que levam as empresas portuguesas à recompra de ações. Parece interessante averiguar o que já tinha sido feito até então e foi possível identificar um campo de investigação passível, ainda não estudado e analisado, em particular ao nível da identificação dos fatores que motivam as empresas a procederem à recompra de ações.

Neste sentido, o propósito deste trabalho é analisar quais os fatores condicionantes da recompra de ações para Portugal e para a Península Ibérica. Para o efeito, propomos atingir os seguintes objetivos: por um lado, identificar quais as motivações que levam os administradores a adquirir ações próprias e quais os alicerces da tomada de decisão no contexto nacional; por outro lado, comparar os indicadores financeiros das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa com as empresas espanholas.

Decidimos alargar o nosso estudo à Península Ibérica pelo motivo da proximidade geográfica e porque os ordenamentos jurídicos nesta área são muito semelhantes.

O presente trabalho encontra-se dividido em cinco secções: a primeira diz respeito ao enquadramento normativo na qual efetuamos uma breve alusão ao surgimento e evolução das sociedades anónimas, das sociedades comerciais em geral e um apontamento relativamente ao regime jurídico das ações próprias tanto num contexto nacional como num contexto europeu. A segunda secção debruça-se sobre a revisão da literatura onde explanamos os vários estudos efetuados sobre ações próprias, as teorias adjacentes e formulamos as nossas hipóteses de estudo. Numa terceira secção, determinamos a nossa metodologia de estudo, definimos as variáveis e o modelo econométrico. Na penúltima secção, efetuamos a análise descritiva dos dados divididos nos sub-estudos que iremos efetuar e analisamos as correspondentes regressões logísticas obtidas. Finalmente, a última secção revela as conclusões obtidas no estudo empírico.

## 2. ENQUADRAMENTO NORMATIVO

---

### 2.1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

As sociedades anónimas já terão surgido no Direito Romano, contudo, obtiveram mais ênfase no final da Idade Média. O Direito comercial terá assumido uma configuração mais particular nas cidades medievais, especialmente em Itália, a partir do século XII. Os mercadores criaram e aperfeiçoaram normas próprias para reger a sua profissão e os seus interesses. Como exemplos temos os estatutos de Génova, de Florença e de Viena.

O surgimento das sociedades coloniais, a partir do século XVII, foi fundamental para a evolução das sociedades anónimas. Em 1600, a primeira sociedade colonial a ser constituída foi, a inglesa, *East India Company*. No decorrer dos séculos XVII e XVIII, a forma jurídica destas entidades passou para os setores bancário e de seguros. As participações passaram a ser ao portador e, mais tarde, surgiu o mercado bolsista. Foi nesta época que surgiu o termo “ação”: oriundo de “*actio*”, do direito romano, traduzindo-se como pretensão ao dividendo.

Em 1807 surgiu o *Code de Commerce*, tendo sido este o primeiro código a tratar das sociedades anónimas, tendo influenciado, durante todo esse século, a elaboração de codificações de muitos países europeus, como Portugal (código Comercial de Ferreira Borges, 1833) Espanha (1838), Holanda (1838) e Itália (1865). As ditas codificações oitocentistas tardias surgiram com o segundo código comercial italiano em 1882, que conservou as ordenações do *Code de Commerce* e acrescentou a doutrina alemã. Na mesma linha, surgiu o código comercial Espanhol de 1885. Ambos os códigos tiveram influência na elaboração do código Veiga Beirão de 1888.

Desde o Reinado de D. Afonso II (1211-1223) que surgiram leis nacionais com tendência a defender e a regular as relações comerciais. Nas Ordenações do Direito português assistia-se a um constante cruzamento entre regras civis, administrativas, penais e processuais que incluíam regras comerciais. Além deste problema, ao longo do tempo, com mais acentuação no século XVIII, os comerciantes portugueses deparavam-se com uma grande dispersão entre as ordenações, as muitas leis

extravagantes, as decisões dos tribunais e o Direito Romano, o que fazia com que não existisse harmonia no sistema em vigor. Esta questão foi resolvida por Marquês de Pombal: em 7 de junho de 1755, com a constituição da *Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão*. Tratava-se de uma sociedade anónima, inspirada em modelos estrangeiros, com o intuito de promover o desenvolvimento económico e da dignificação social do comércio. A 5 de janeiro de 1778, a Companhia foi abolida.

Apenas no século XIX, mais concretamente em 1833, surgiu o primeiro código Comercial Português: o código de Ferreira Borges. Com total de 1860 artigos, este dividia-se em duas grandes partes, uma relativa ao comércio terrestre e outra ao comércio marítimo. Este código surgiu com o intuito de dotar a ordem jurídica portuguesa de um esquema moderno de sociedades. Nele, as sociedades anónimas eram denominadas por “Companhias de Comércio” para as quais era necessária a autorização especial do governo para a sua constituição.

Ao código Ferreira Borges sucedeu a carta de Lei de 22 de junho de 1867, a qual reorganizou e aumentou a regulação das “Companhias de Comércio”. Uma das disposições que podemos encontrar na “Lei das Sociedades Anónimas” é a abolição da autorização prévia do governo para a constituição deste tipo de sociedades. Preceito este inspirado na Lei 23-29 de maio de 1863 de França.

Aquando da aprovação do código de Ferreira Borges iniciou-se, imediatamente, uma discussão para reforma do mesmo. Em 1881, Veiga Beirão procedeu à reforma do primeiro código Comercial Português. As linhas orientadoras para a reforma passaram pela tentativa de conservação das disposições anteriores, pela preservação das nossas tradições e costumes e pelo alinhamento com códigos Comerciais estrangeiros mais recentes, com saliência para o espanhol e para o italiano.

Assim, surgiu a 19 de junho de 1888, o código Comercial de Veiga Beirão, o qual ainda se encontra em vigor hoje em dia, mas com algumas alterações.

## 2.2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SOCIEDADES COMERCIAIS

A noção de contrato de sociedade encontra-se no Código Civil (CC) no seu artigo 980.º:

contrato de sociedade é aquele em que duas ou mais pessoas se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício em comum de certa atividade económica, que não seja de mera fruição, a fim de repartirem os lucros resultantes dessa atividade.

Quando falamos de sociedades comerciais atendemos a esta noção dada pelo código civil complementada pelo artigo 1.º, n.º 2 do CSC que refere: “são sociedades comerciais aquelas que tenham por objeto a prática de atos de comércio e adotem o tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por ações”. E por atos comerciais, enumeram-se os dispostos no art.º 230.º do Código Comercial (Ccom).

As sociedades comerciais deixam de ser consideradas como meras sociedades civis por força do n.º 2 do artigo 13.º do Ccom que estabelece que “são comerciantes as sociedades comerciais”.

As sociedades em nome coletivo são o tipo de sociedade mais antigo no direito comercial português – Ccom de 1833 de Ferreira Borges -

em que dois ou mais sócios, juntando os respetivos esforços e capacidades financeiras, resolvem empreender conjunta e particularmente uma atividade económica lucrativa, como se fossem uma só pessoa, respondendo, pessoal e solidariamente e sem limite, com os restantes sócios, perante os credores sociais pelas dívidas da sociedade, como se se tratasse de uma atividade individual. (Cunha, 2014, p. 59)

Regulada nos artigos 175.º a 196.º do CSC, com remissões para o regime das sociedades por quotas (cfr. art.º 189.º, n.º 1), pode ser constituída por dois tipos de sócios: os sócios de capital que são aqueles que efetivam a sua entrada em dinheiro ou em espécie e os sócios de indústria que são aqueles que ao longo da atividade da sociedade vão disponibilizar o seu trabalho (daí a este tipo de entrada não estar refletido no capital social porque não é possível quantificá-lo). Os sócios respondem individualmente pela sua entrada bem como pelas obrigações sociais subsidiariamente em relação à sociedade e solidariamente com os outros sócios, isto é, os sócios apenas

respondem pelas dívidas da sociedade se o património desta não for suficiente para as cobrir.

Por outro lado, a base das sociedades em comandita está no contrato de comenda, o qual se desenvolveu na Idade Média. Este tipo de contrato é considerado híbrido, sendo que, uma ou mais pessoas, que disponham de meios financeiros, associam-se à atividade económica exercida por outra, que encabeça o negócio. Trata-se de um tipo social que permite a um ou mais sócios (os comanditários) permanecer na sombra, limitando a sua responsabilidade ao capital que disponibilizou. Por sua vez, o sócio que constitui a face visível do negócio (comanditado) assume a sua direção e a responsabilidade ilimitada pelos respetivos resultados. Este tipo de sociedades está regulado nos artigos 465.º a 480.º do CSC e podem revestir um de dois modelos distintos: o de comandita simples – que segue o regime das sociedades em nome coletivo – e o de comandita por ações – que segue o regime das sociedades anónimas.

As sociedades por quotas, tendo sido o último tipo societário a surgir com autonomia, inspirado no modelo de sociedades de responsabilidade limitada alemãs, veio organizar as atividades económicas de pequenas e médias empresas. Ao longo do tempo as sociedades por quotas tornaram-se dominantes no tecido económico-social português, pois permitiam a constituição de sociedades com responsabilidade limitada ao capital subscrito, bem como, com um número de sócios reduzido. Este tipo de sociedades está regulado nos artigos 197.º a 270.º-G do CSC (sendo que os artigos compreendidos entre o 270.º-A e o 270.º-G dizem respeito às sociedades por quotas unipessoais). O capital social apresenta-se dividido em quotas e os sócios são solidariamente responsáveis por todas as entradas convencionadas no contrato social (cfr. art.º 197.º, n.º 1 e 207.º do CSC).

As *majestáticas*<sup>1</sup> encontram-se reguladas nos artigos 271.º a 464.º do CSC e nos artigos 13.º a 29.º e 39.º a 107.º do CVM. No CSC não existe uma definição de sociedade anónima, o artigo 271.º apenas caracteriza o seu capital: “dividido em ações e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu”. Daqui retiramos que os acionistas apenas respondem pela participação que detêm (preceito que já vem desde o *Code de Commerce*). Entendemos, igualmente, que o património

---

<sup>1</sup> CORREIRA, FERRER, *Lições de Direito comercial*, ob. cit., p.223.



da sociedade é a única garantia dos credores e que a partir do momento em que os acionistas realizam as suas entradas ficam isentos de quaisquer outras responsabilidades. A propósito da obrigação de entrada, diz-nos o artigo 277.º do CSC que não são admitidas contribuições de indústria (se fossem admitidas, esta disposição não iria ao encontro da característica principal deste tipo de sociedades) e que, relativamente às entradas em dinheiro, apenas é possível diferir a realização de 70% do valor nominal ou do valor de emissão das ações, sendo que, sempre que exista prémio de emissão, este terá de ser imediatamente realizado.

Apesar de a cada tipo de sociedades corresponder um regime jurídico específico, com eventuais remissões para outros, existe uma panóplia de disposições comuns que se aplicam a todos os tipos de sociedades.

O artigo 14.º do CSC merece especial destaque visto que trata de um assunto muito importante: o capital social. Mas, o que é o capital social? Ora, por um lado, o capital social é uma cifra que resulta da soma das entradas dos sócios, a qual consta do contrato de sociedade e a qual deve ser depositada numa conta bancária em nome da sociedade aquando da constituição da mesma. Portanto, é um valor inicialmente<sup>2</sup> fixo que consta no lado direito do balanço representando um passivo da sociedade perante os sócios e uma garantia perante os credores sociais. Por outro lado, esta cifra não deixa de ser abstrata. Como veremos mais adiante, as entradas de indústria não estão refletidas no capital social e até o artigo 178.º, n.º 1 do CSC dá conta desta questão<sup>3</sup>. Também assistimos, muitas vezes, ao facto de os sócios entrarem com valores superiores à sua participação social (cfr. art.º 295.º, n.º 2, a) do CSC) ou inferiores (cfr. art.º 298.º, n.º 2 do CSC), bem como as entradas em espécie estarem sobreavaliadas, ou pelo contrário, subavaliadas. Desta forma, a definição que consiste na soma das entradas dos sócios não é assim tão linear e rigorosa. Na minha opinião, o capital social reveste-se e identifica as funções do capital social sendo elas a de determinar a situação financeira da sociedade, de quantificar os direitos dos sócios e de garantia dos credores.

---

<sup>2</sup> Digo inicialmente visto que ao longo da vida societária o capital social pode sofrer alterações: pode ocorrer um aumento de capital ou uma redução de capital, por exemplo.

<sup>3</sup> Art.º. 178.º, n.º 1: o valor da contribuição em indústria do sócio não é computado no capital social.

A propósito das funções do capital social, torna-se importante fazer referência ao princípio da intangibilidade do capital social, segundo o qual este é *intangível*, isto é, os sócios não poderão receber quaisquer bens (seja em que forma for) que sejam necessários à cobertura do capital social. Temos este princípio consagrado nos artigos 32.º e 33.º do CSC.

O capital social deste tipo de sociedades encontra-se dividido em ações. De acordo com o art.º 271.º e 276.º, n.º 2 do CSC, as ações constituem partes do capital social de uma sociedade anónima, isto é, o capital social reparte-se em frações, as quais determinam a posição absoluta e relativa dos respetivos titulares. Por outro lado, e segundo o artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), as ações são valores mobiliários, as quais circulam e são transacionadas em mercado regulamentado. Como explica o Guia do Investidor da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2011, p. 11) “as acções são valores mobiliários que representam uma parcela do capital social de uma sociedade anónima”.

O art.º 299.º do CSC diz-nos que as ações podem ser nominativas ou ao portador. Esclarece o n.º 1 do art.º 52.º do CVM que “os valores mobiliários são nominativos ou ao portador, conforme o emitente tenha ou não a faculdade de conhecer a todo o tempo a identidade dos titulares”. Como esclarece Cunha (2014, p. 386), “as ações ao portador caracterizam-se por não ser objeto de limitações à respetiva transmissibilidade e por não serem objeto de obrigações legais ou contratuais”. Estabelece o art.º 46.º da CVM que as ações podem ser escriturais ou tituladas, “consoante sejam representadas por registos em conta ou por documentos em papel”. As ações escriturais são registadas em contas abertas integradas em sistema centralizado (cfr. art.º 62.º do CVM) em nome dos respetivos titulares. Esta forma de representação veio superar alguns problemas que existiam com os documentos físicos relativos às ações representadas em forma titulada e proporcionar a facilidade na transmissão de ações, bem como na atribuição e pagamento dos dividendos. Contudo, coloca-se em causa o anonimato.

As ações ordinárias são as ações em geral, isto é, o tipo de ações mais comumente presente nas sociedades anónimas. São munidas dos direitos e deveres previstos na lei. As ações preferenciais estão previstas no art.º 24.º do CSC. O nosso CSC consagra

dois subtipos de ações preferenciais: as sem voto e as remíveis. Ambos os subtipos de ações preferenciais “permitem aumentar o capital social das sociedades sem lhes alterar a estrutura de poder” (Marvão, Santos, & Geraldês, 2007, p. 185). As ações preferenciais sem voto consistem “no facto de tais ações serem desprovidas de direito de voto e privilegiadas quer na distribuição dos dividendos quer na partilha em caso de liquidação da sociedade”(Monteiro, 2013, p. 18).As ações preferenciais remíveis são um subtipo de ações “que permite à sociedade criar ações privilegiadas a prazo, enquanto precisar de captar capitais necessários à realização da sua atividade” (Cunha, 2014, p. 481-482) e, posteriormente, “serão remidas, ou seja, liquidadas, num prazo de tempo fixado ou não” (Marvão *et al.*, 2007, p. 185). Por último, as ações de fruição, reguladas no art.º 346.º do CSC, resultam da amortização de ações sem redução de capital, isto é, são as ações totalmente reembolsadas aos seus subscritores.

De acordo com Correia (2011, p. 237), a transmissibilidade “está na raiz histórica e desenvolvimento deste tipo de sociedades”. Esta característica é a responsável pelo funcionamento das bolsas de valores e pelo facto de se constatar que as ações são as partes sociais mais líquidas. Conforme ditam os números 1 e 4 do art.º 276.º do CSC, as ações representam a mesma fração aritmética no capital social. Imperam, igualmente, uma regra, aplicável apenas às ações com valor nominal, que consiste em que todas as ações têm de ter o mesmo valor nominal e é proibida a subscrição de ações abaixo do seu valor nominal. Outra característica está estabelecida no art.º 379.º, n.º 5 do CSC, ao referir que as ações são passíveis de agrupamento quando necessário para o exercício de determinados direitos sociais (coletivos) em assembleia geral. De entre os sócios que agrupam as suas ações é eleito um que representa todos nas deliberações sociais. Finalmente, a ação deve representar a mesma fração no capital social, pelo que, a ação é indivisível, como refere o n.º 4 do art.º 276.º do CSC.

### 2.3. AÇÕES PRÓPRIAS E O SEU REGIME JURÍDICO: ORDENAMENTO PORTUGUÊS VS ORDENAMENTO EUROPEU

O regime das ações próprias está consagrado no capítulo III, secção III, artigos 316.º a 325.º-B do CSC. Este regime resulta da transposição da Segunda Diretiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976, (alterada pela diretiva 92/101/CEE, de 22 de novembro de 1992, pela diretiva 2006/68/CEE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de setembro de 2006 e pela diretiva 2012/30/EU, de 25 de outubro de 2012) a qual dedica a este assunto os seus artigos 18.º a 24.º.

Antes de mais, é importante compreender o conceito de ações próprias: cfr. Ventura (1978) “ação própria exprime uma coincidência entre a entidade emitente e a entidade titular das ações; são ações emitidas por uma sociedade e de que esta mesma é titular”. Por outras palavras, tratam-se de ações que a própria sociedade emite e adquire, mantendo-as em carteira por um determinado período de tempo. Labareda (1988) afirma que se trata de uma “situação de titularidade anómala” de ações.

Em termos legislativos, já o Código Comercial de 1888 referia a questão das ações próprias. Expunha o artigo 169.º, §2º que “a aquisição de ações próprias e as operações sobre ellas só poderão ser feitas pela respectiva sociedade, nos termos estipulados no contracto social, sendo no silencio d’este absolutamente prohibidas”. Em princípio, a aquisição de ações próprias era proibida. Contudo, se o contrato social previsse a aquisição bem como os seus termos, a mesma já se tornava possível. Basicamente, como referiu Ventura (1978) “a singularidade do nosso 169.º, §2, reside em elevar a autorização estatutária a única condição expressa da aquisição (...)”.

Apesar do parágrafo segundo partir de uma base proibitiva, verificava-se uma exceção para que essa proibição fosse facilmente abolida. Esta proibição baseava-se na proteção dos credores sociais bem como na proteção do direito de igual tratamento dos acionistas. No entanto, o legislador ao estabelecer que a determinação das exceções para a aquisição de ações próprias cabia aos estatutos, não limitando a liberdade de estipulações contratuais, colocava-se em causa os credores sociais e a igualdade dos acionistas, bem como a “saúde” da própria sociedade. Apesar da lei nada determinar, os autores em geral, consideravam que enquanto as ações próprias

permanecessem em carteira, todos os direitos inerentes às mesmas deveriam estar suspensos.

Diferente era a legislação na Alemanha, na França e na Itália que proibia, igualmente, a aquisição de ações próprias – acrescentando, em qualquer momento da vida da sociedade, efetuada direta ou indiretamente por conta da sociedade - mas nunca salvo se os estatutos previssessem tal operação.

Atendendo à legislação europeia surgiu o artigo 316.º, n.º 1 e n.º 2 do CSC, o qual estabeleceu a proibição da subscrição de ações próprias direta ou indireta por intermédio de interposta pessoa. Em comparação com o regime de 1888, vemos que se parte novamente da proibição com exceções, mas estas exceções apenas podem ser suprimidas ou aprovadas pela Assembleia Geral (ou, num caso especial, como veremos, pelo conselho de administração) e nunca abolidas ou contornadas.

A subscrição que refere o art.º 316.º, n.º 1 e n.º 2, pode ocorrer em três momentos: no da constituição da sociedade, nos aumentos de capital por novas entradas e nos aumentos de capital por incorporação de reservas – a auto-subscrição. No primeiro momento e como refere Ventura (1978) “o emprego do antigo capital (...) para realizar o capital subscrito pela sociedade, seria inconcebível, pois haveria sempre uma parte do capital subscrito que não chegaria a ser realizada”. Fundamentada está, assim, esta proibição para que seja cumprido o princípio da efetividade do capital social. Admitindo a hipótese de uma subscrição indireta em que os subscritores agissem em nome deles próprios, mas por conta da sociedade, o mesmo aconteceria: a sociedade teria de disponibilizar bens para reembolsar tais subscritores e esses bens eram provenientes das entradas de outros subscritores. Estaríamos, assim, numa bola de neve para tentar cumprir com a exata formação do capital social. De qualquer forma, esta operação é proibida. Independentemente da questão atrás colocada, considera Labareda (1988) que “seria realmente absurdo que uma sociedade pudesse assumir-se “ab-initio” – no momento da determinação do valor do capital social – como sócia de si mesma.

No segundo momento, no de aumento de capital por novas entradas (oneroso), a subscrição “não levaria a qualquer acréscimo do património social (a sociedade teria

de mobilizar bens que já faziam parte do seu património)” (Abreu, 2005). A ideia do autofinanciamento (melhor alternativa relativamente ao financiamento alheio) é a de reforçar a estrutura financeira da sociedade, portanto, deve-se assegurar que os montantes relativos ao aumento de capital dão entrada na sociedade. Ao permitir que a própria sociedade se subscreva no aumento de capital, a função desta operação nunca se iria concretizar. Por um lado, não se iria verificar a realização de determinada parte do capital social porque a sociedade iria utilizar os correspondentes bens para cobrir o aumento; por outro lado, a sociedade poderia utilizar as reservas livres para cobrir o aumento, mas, esta solução, abate a ideia da entrada de dinheiro na sociedade porque não passa de uma operação contabilística.

Tal como nos outros ordenamentos jurídicos, a sociedade não pode exercer direitos (de preferência, legais ou estatutários) de subscrição, pelas razões já descritas e pelo disposto no artigo 324.º, n.º 1, a).

Finalmente, no terceiro momento, o de aumento de capital por incorporação de reservas, já não se aplica a regra geral da proibição. Como apenas se trata de uma operação contabilística em que nada afeta o património da sociedade, o legislador permite que tal subscrição seja possível e válida. A operação reveste-se de forma gratuita, pelo que, não se colocam em causa os direitos e garantias dos credores sociais e dos acionistas, bem como os interesses da sociedade. Assim, o princípio da intangibilidade do capital social está assegurado. O artigo 324.º, n.º 1, alínea a) do CSC determina, expressamente, que a sociedade pode receber novas ações nesta modalidade de aumento. Reforça esta ideia o artigo 92.º, n.º 3, contudo com uma salvaguarda: “salvo deliberação dos sócios em contrário”.

Retomando a outra proibição estabelecida no artigo 316.º, n.º 2, – “uma sociedade não pode encarregar outrem de, em nome deste, mas por conta da sociedade, subscrever ações dela própria” – o legislador quis assegurar que a mesma não fosse facilmente contornada.

Na Alemanha é permitida a participação das ações próprias nesta modalidade de aumento de capital, tal como na França. Já o direito italiano nada refere: no entanto, a doutrina entende que as ações próprias de determinada sociedade podem participar

no aumento de capital por incorporação de reservas pelos mesmos motivos já expostos.

Numa análise comparativa com o direito comunitário, o artigo 18.º, n.º 1, da 2ª Diretiva proíbe igualmente a subscrição de ações próprias. De salientar que a legislação europeia sempre deixou ao critério dos Estados-Membros a decisão quanto à permissão ou não das sociedades adquirirem ações próprias, quer por si mesmas, quer através de uma pessoa que atue em nome próprio, mas por conta delas.

Determina o n.º 1, 2ª parte, do artigo 316.º que uma sociedade só pode adquirir e deter ações próprias nos casos e nas condições previstos na lei. Como já referido, trata-se de um condicionalismo imperativo pelo mínimo visto que o contrato de sociedade pode prever maiores restrições à aquisição de ações próprias. O art.º 317.º n.º 1 reforça esta ideia: “o contrato de sociedade pode proibir totalmente a aquisição de ações próprias ou reduzir os casos em que ela é permitida por esta lei”. A exceção contornada (art.º 169.º, § 2 do CCom.) é revertida numa exceção sem aberturas.

Tal como para a auto-subscrição, a aquisição de ações próprias através de interposta pessoa é proibida. Para que a aquisição de ações próprias seja lícita<sup>4</sup> é necessário cumprir com determinadas condições, as quais vamos explanar no próximo subponto.

### 2.3.1. Licitude na aquisição de ações próprias

Em primeiro lugar, o legislador estabeleceu que a decisão de aquisição de ações próprias tem de ser tomada em assembleia geral por deliberação dos sócios (aplica-se o disposto nos artigos 373.º a 389.º do CSC, com especial relevância para os artigos 383.º e 386.º do CSC) – art.º 319.º n.º 1 do CSC. Contudo, a deliberação em assembleia geral da aquisição de ações próprias, pode ser substituída pela decisão do conselho de administração ou pelo conselho de administração executivo se, e apenas se, por meio dela, for evitado um prejuízo grave e iminente para a sociedade, o qual se presume

---

<sup>4</sup> Uso a palavra “lícita” dado que, mesmo que a aquisição seja ilícita, a validade da operação não é colocada em causa, como veremos mais adiante quando estudarmos as consequências das aquisições ilícitas de ações próprias.

existir nos casos previstos nas alíneas a) e e) do n.º 3 do artigo 317.º do CSC. Mais informa o n.º 4 do artigo 319.º do CSC que na primeira assembleia geral seguinte devem os administradores expor os motivos e as condições das operações efetuadas.

Em segundo lugar, o artigo 317.º, n.º 2 explica que a sociedade apenas pode adquirir ou deter ações próprias representativas de 10% do seu capital social (inclusive). No entanto, a sociedade pode adquirir ações próprias que ultrapassem a percentagem definida, em determinados casos, sendo eles<sup>5</sup>:

- a. A aquisição resulte do cumprimento pela sociedade de disposições da lei, por exemplo, em casos de exoneração de acionistas (art.º 105.º, n.º 1 do CSC);
- b. A aquisição vise executar uma deliberação de redução de capital;
- c. Seja adquirido um património a título universal, resultante de operações de fusão por incorporação ou resultante da sociedade em causa se constituir herdeira por morte de um acionista;
- d. A aquisição seja feita a título gratuito: de referir, que nesta aquisição apenas é exigível que as ações estejam totalmente liberadas. As doações são enquadradas nesta alínea;
- e. A aquisição seja feita em processo executivo para cobrança de dívidas de terceiros ou transação em ação declarativa proposta para o mesmo fim;
- f. A aquisição decorra de processo estabelecido na lei ou no contrato de sociedade para a falta de liberação de ações pelos seus subscritores.

Ainda no art.º 317.º do CSC, no seu n.º 4, existe outra condição: como contrapartida da aquisição, a sociedade apenas pode entregar bens que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º do CSC, possam ser distribuídos aos sócios, devendo o valor dos bens distribuíveis corresponder a, pelo menos, ao dobro do valor a pagar por elas. O artigo 32.º do CSC determina que não podem ser distribuídos aos sócios bens da sociedade quando o capital próprio seja inferior à soma do capital social e das reservas que a lei ou o pacto social não permitem distribuir ou se, por força desta distribuição, se torne inferior a esta soma. Impõe ainda o art.º 33.º do CSC, que não podem ser distribuídos os lucros do exercício necessários para cobrir prejuízos transitados nem para constituir ou reforçar reservas impostas por lei ou estatuídas no pacto social. Estes três artigos

---

<sup>5</sup>Cfr. artigo 317.º, n.º 3, do CSC.



abordados têm uma finalidade comum: conservar o princípio da intangibilidade do capital social.

A legislação espanhola, no que concerne às aquisições de ações próprias permitidas, consagra os mesmos pressupostos enumerados supra, com exceção das últimas duas alíneas.

Num contexto europeu, o limite percentual anteriormente considerado máximo para detenção de ações próprias é, atualmente, considerado mínimo e mantém-se nos 10%. A legislação europeia estabelece a percentagem mínima e deixa ao critério dos Estados-Membros a determinação do limite máximo. Nada mais a apontar.

### 2.3.2. Ilícitude na aquisição de ações próprias

Os números 3 a 5 do art.º 316.º do CSC não mencionam quais as consequências da proibição da auto-subscrição de ações próprias. Estes números apenas se referem diretamente às ações subscritas ou adquiridas através de um terceiro em seu nome, mas por conta da sociedade. Desta forma, estamos perante duas opções: ou o legislador quis que se aplicasse a consequência do n.º 2 do art.º 323.º do CSC, equiparando a auto-subscrição à aquisição derivada de ações próprias, ou quis que se aplicasse a regra geral da nulidade por violação de norma injuntiva, prevista no art.º 294.º do CC.

Na primeira opção, sendo também esta operação considerada como *irregular*<sup>6</sup>, temos que a auto-subscrição seria válida, mas devendo as ações assim adquiridas serem alienadas no prazo de um ano. No entanto, podemos descartar esta opção justificando, por um lado, que o art.º 323.º do CSC se aplica, linearmente, à aquisição derivada de ações próprias, e por outro, que o n.º 1 do art.º 316.º do CSC determina a proibição em absoluto da subscrição de ações próprias, o que implica a não detenção, por parte da sociedade, das próprias ações. Acrescenta-se o facto de o n.º 5 do mesmo artigo apenas aplicar sanções aos administradores e diretores nas hipóteses de

---

<sup>6</sup>Cfr. qualifica Miguel Brito Bastos *in* Revista de Direito das Sociedades I (2009) 1, pp. 185-224.

subscrição indireta e que, neste caso de auto-subscrição, estamos perante uma operação de aquisição de ações não liberadas, pelo que, seria de aplicar o disposto no art.º 318.º, n.º 2 do CSC.

Na segunda opção, os atos de escrituração pública ou de aumento de capital de uma sociedade nunca teriam lugar porque estes seriam nulos, isto é, como se nunca tivessem existido. Labareda (1988) corrobora esta opção, referindo que o n.º 6 do art.º 316.º do CSC aplica a nulidade aos atos pelos quais uma sociedade adquira ações próprias a outrem encarregado de as subscrever. Se se aplica a nulidade à auto-subscrição indireta, obvia e necessariamente, se aplica a mesma sanção à auto-subscrição direta.

Na minha opinião, a opção do legislador é a mais simples e eficaz, porque qualquer tentativa de contornar esta proibição absoluta, que nem pode ser derogada pelo pacto social, comina sempre em nulidade.

Nos casos de auto-subscrição indireta, explica o n.º 3 do artigo 316.º do CSC, que as ações subscritas, bem como a obrigação de as liberar, pertencem à interposta pessoa que as subscreveu. Mais, se uma sociedade adiantar valores a uma pessoa para que esta possa proceder à subscrição das suas ações, ela não pode renunciar ao reembolso de tais valores, devendo tomar as diligências necessárias para os recuperar – cfr. n.º 4 do art.º 316.º do CSC. Apesar de o legislador estabelecer que uma sociedade não pode encarregar outrem de, em nome desta, mas por conta da sociedade, subscrever ações próprias, foi necessária a disposição do n.º 6 para que se os administradores tentassem contra aquela norma haver a sanção da nulidade. No entanto, este n.º 6 tem uma exceção: estes atos deixam de ser nulos desde que sejam efetuados em prol da execução de crédito e se o devedor não tiver outros bens suficientes. Esta exceção resulta do disposto no n.º 4: se uma sociedade não pode renunciar ao reembolso das importâncias que tenha adiantado a alguém, nem deixar de proceder com toda a diligência para que tal reembolso se efetive, e essa pessoa não tem bens suficientes para além das ações, como é que também seria nulo qualquer ato de aquisição das ações a essa mesma pessoa? Seria uma solução impossível! Desta forma, e cfr. Labareda (1988) o legislador tinha de sacrificar uma das das estatuições. Assim foi

permitida à sociedade a aquisição de tais ações com o intuito de executar o crédito, que de outra forma, não seria cobrado.

Finaliza o n.º 7 impondo que todos os direitos inerentes às ações subscritas por terceiros, mas por conta da sociedade, estão suspensos – cfr. regime aplicável às ações próprias detidas pela sociedade previsto no art.º 324.º, n.º 1, alínea a) do CSC. Desta forma, evitam-se perigos de carácter organizativo para a sociedade, visto que o terceiro poderia atuar de acordo com indicações dadas pela administração ou pelos diretores. Contudo, esta alínea apenas veio reforçar o que, pelo art.º 17.º, n.º 3 do CSC, já estaria salvaguardado.

Relativamente ao regime das ações próprias, as sociedades podem deter ações próprias durante um período ilimitado de tempo. No entanto, se detiverem um número de ações que ultrapasse a percentagem permitida por lei, passam a dispor de um máximo de três anos para as manter em carteira, mesmo que as ações tenham sido adquiridas licitamente. Quando as ações forem adquiridas ilicitamente, o prazo de detenção das mesmas é reduzido para um ano. Após estes períodos de tempo, as ações terão de ser obrigatoriamente alienadas sob pena da sua anulação. No caso da licitude da aquisição, a anulação recai sobre as ações mais recentemente adquiridas; no caso da ilicitude, a anulação recai sobre as ações que houvessem de ser alienadas.

A legislação europeia estabeleceu um máximo de cinco anos como período de detenção de ações próprias adquiridas licitamente. Quanto às ações adquiridas ilicitamente, a União Europeia determinou, sem quaisquer reservas, que as sociedades terão um ano para alienar as ações adquiridas sob pena da sua anulação.

O legislador não exigiu muito no que diz respeito às regras a aplicar às ações próprias enquanto as mesmas forem detidas pela sociedade – art.º 324.º do CSC. Estabeleceu que os direitos inerentes às ações fossem suspensos e que se tornasse indisponível uma reserva de montante igual àquele por que elas estejam contabilizadas. Finalmente, estabeleceu que nos relatórios anuais do conselho de administração ou do conselho de administração executivo fossem indicados, claramente, o número de ações adquiridas e alienadas durante o exercício, bem como os valores envolvidos nas

respetivas transações, e o número de ações próprias detidas pela sociedade no final de cada exercício.

Ao longo dos artigos do regime das ações próprias, o legislador estabeleceu várias responsabilidades inerentes aos administradores. Desde logo, no art.º 316.º n.º 5 temos que os administradores são pessoal e solidariamente responsáveis pela liberação das ações que sejam adquiridas por outrem em seu nome, mas agindo por conta da sociedade. Os administradores são também responsáveis pelos prejuízos sofridos pela sociedade, seus credores ou terceiros por causa da aquisição ilícita de ações, da anulação das ações ou da falta da anulação das mesmas. Finalmente, os administradores que aceitarem para a sociedade ações próprias desta em penhor ou caução são responsáveis, nos mesmos termos já descritos, se as ações vierem a ser adquiridas pela sociedade.

Uma questão importante de abordar refere-se às sociedades em relação de domínio: o legislador aditou duas alíneas ao art.º 325º e estabeleceu que as ações que uma sociedade dependente adquira da sociedade dominante são, para todos os efeitos, ações próprias da sociedade dominante. Tratou-se de uma forma de limitar quaisquer contornos à legislação, visto que se aplica a estas situações, com as devidas adaptações, o regime das ações próprias acima descrito.

Numa última análise, podemos afirmar que, nesta área, a legislação portuguesa e a legislação espanhola são semelhantes, no que diz respeito a pressupostos e prazos de detenção de ações próprias, dado que ambos os ordenamentos jurídicos atenderam às diretivas europeias.

### 3. REVISÃO DA LITERATURA

---

Ao longo do tempo, o tema “ações próprias” elevou-se na comunidade científica verificando-se inúmeros estudos sobre o mesmo. Foram abordadas várias áreas financeiras e do direito das sociedades para tentar compreender de que forma as operações com ações próprias implicam os vários indicadores financeiros e a *corporate governance*. No mesmo sentido, vários autores tentaram explicar os motivos que levam os administradores a adquirir ações próprias, os quais também iremos aqui abordar.

Apesar da diversidade dos estudos efetuados, podemos observar que, a sua maioria tem como base o mesmo enquadramento teórico. Refiro-me às diferentes teorias da contabilidade que suportam os pressupostos necessários à investigação, sendo elas, principalmente, a teoria da sinalização, a teoria da agência, a teoria da estrutura de capital e a teoria dos *stakeholders*.

No mundo empresarial existe assimetria da informação, isto é, os agentes económicos não possuem a mesma informação relativamente a determinada empresa. O que a teoria da sinalização, abordada inicialmente por Spencer (1973), procura resolver é exatamente esta assimetria defendendo que os administradores devem sinalizar o mercado de forma a evidenciar a informação privilegiada à qual têm acesso.

Já a teoria da agência, com grande relevância nos estudos de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986), procura alinhar os interesses dos administradores e dos proprietários-acionistas. Isto porque, apesar de ambos ambicionarem a maximização do lucro da sociedade, estes têm motivações diferentes para tal ambição. Enquanto os administradores pretendem elevar a sociedade no tecido empresarial em que está inserida e obter meios para investir na mesma, os proprietários-acionistas pretendem receber o máximo de valor em dividendos.

Os pioneiros na matéria da ótima estrutura de capitais foram Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958, 1963). Durand (1952), baseado numa ótica tradicionalista, defendeu que quanto maior o endividamento, maior o risco e, por isso, menor o valor da empresa. No entanto, Modigliani e Miller (1958) contestaram a “teoria” do primeiro autor e através do seu estudo concluíram que a estrutura de capital era irrelevante

para a valorização da empresa, tendo por base o pressuposto da inexistência de impostos. Contudo, tendo em conta que na realidade não existe um mercado perfeito isento de impostos, em 1963 os mesmos autores publicaram um novo estudo no qual incluíram a variável imposto. Assim, concluíram que uma empresa cuja estrutura de capital incluía capitais alheios incorre em custos (juros) os quais são aceites fiscalmente. Esta dedução de custos implica uma redução no imposto que, por sua vez, valoriza a empresa.

A teoria dos *stakeholders* procura articular de forma sistemática a questão: “Quais ou quem são os grupos de *stakeholders* da empresa e quais ou a quem se deve dar atenção?”. Os vários autores (Donaldson & Preston, 1995; Mitchell, Agle & Wood, 1997; Philips, Freeman & Wicks, 2003), defendem que os *stakeholders* devem ser identificados e hierarquizados conforme a sua importância relativamente à empresa. De acordo com os mesmos, esta teoria procura demonstrar a interação entre o “poder” e a “legitimidade” e, quando combinado com a categoria “urgência”, são criados diferentes tipos de *stakeholders* com diferentes padrões comportamentais esperados em relação à empresa.

Podemos concluir relativamente às teorias expostas que a teoria da agência tem como foco o desempenho financeiro da empresa, enquanto a teoria dos *stakeholders* tem como foco o desempenho social e ambiental. Os estudos com base na teoria da agência e da sinalização concentram-se mais na recompra de ações como uma ocorrência vulgar, enquanto os estudos que se baseiam na teoria dos *stakeholders* e na teoria da estrutura de capital vêem a recompra de ações como algo ocasional.

Retomando a recompra de ações próprias, verifica-se um crescimento exponencial entre os anos 80 e 90. De acordo com Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000), entre os anos de 1985 e 1996, nos EUA assistiu-se a um aumento de 650% no número dos anúncios de recompra de ações que se traduziram num aumento de 97,6 mil milhões de dólares. No ano de 1996, assistiu-se a um record no qual 1475 empresas americanas anunciaram programas de recompra de ações no valor de 177 mil milhões de dólares (Evans, Evans & Gentry, 2001, p. 3).

Dittmar (2000) e Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) concluíram que a recompra de ações não substitui a distribuição de dividendos. A distribuição de

dividendos e a recompra de ações ocorrem em momentos distintos nos ciclos das empresas, isto é, “as recompras de ações são utilizadas como complemento aos dividendos quando há condições propícias, ou seja, quando as ações da empresa possuem liquidez na Bolsa de Valores” (Mota, 2007, p. 65).

Jagannathan e Stephens (2003) concluíram, através do seu estudo aplicado aos anúncios de recompra de ações entre 1986 e 1996, que as empresas que recompram ações com frequência são maiores, apresentam uma variação significativamente menor nos lucros operacionais e apresentam maiores *payout ratios*, o que sugere que estas empresas utilizam a recompra de ações em detrimento do aumento dos dividendos e, muito improvavelmente, porque a empresa está subavaliada.

Erik (2005) analisou as decisões de distribuição de dividendos durante o período de 1980 a 1997. Neste estudo concluiu que as empresas aumentam os seus dividendos, pagam dividendos especiais ou recompram ações quando têm maior liquidez, menor endividamento, menores gastos de capital e menores oportunidades de crescimento. Pelo contrário, as empresas que diminuem os seus dividendos, têm maior endividamento do que as outras. Na Europa, as operações de recompra de ações próprias representavam uma percentagem do valor total dos dividendos distribuídos muito superior à existente nos finais dos anos 90. De acordo com o Boletim mensal do Banco Central Europeu de 2007, este aumento podia ser explicado, em parte, pelo crescimento excecional da rendibilidade. De salientar que este estudo recaiu sobre as 50 maiores empresas da zona euro.

Santos (2010) analisou quinze empresas pertencentes ao PSI 20 e concluiu que o rácio *payout* do período anterior influencia positivamente a recompra de ações. De acordo com Gameiro (2012), no período de 1989 a 2005, constatou-se que a recompra de ações não é o método mais utilizado para a distribuição dos lucros em Portugal. Apesar de, naquele período de tempo, apresentarmos valores mais baixos na recompra de ações comparativamente com os restantes países constituintes da *European Union 15*, nesse mesmo período assistiu-se ao aumento de cerca de 516% da recompra de ações em Portugal. Gameiro (2012) concluiu que entre 2005 e 2011 não se verificou uma evolução positiva no valor total de recompra de ações.

Outro potencial motivo de recompra de ações é a sinalização do mercado. Tal como explicado anteriormente, os gestores podem utilizar a recompra de ações de forma a transparecer para o mercado de que confiam na sua empresa e que ela se encontra bem de “saúde”.

Persons (1995) demonstrou que a recompra de ações sinaliza mais eficazmente o mercado e provoca um maior aumento no valor das ações, através do seu modelo de *tender offer repurchases*. Dittmar (2000) explicou no seu estudo que a flexibilidade inerente à recompra de ações é benéfica para as empresas porque elas podem proceder à recompra de ações quando as suas ações estiverem desvalorizadas. As empresas podem recomprar ações como um sinal para o mercado ou como um investimento nas suas próprias ações, adquirindo-as por um preço mais baixo – mais baixo do que na realidade deveria ser. Dittmar (2000) concluiu que as empresas recompram ações para tirar vantagem da potencial desvalorização da mesma.

Jagannathan e Stephens (2003) concluíram que a recompra de ações efetuada pouco frequentemente sugere ser motivada pela subavaliação das empresas (ou pelo facto de os gestores terem essa perceção), já que as mesmas apresentam um baixo *market-to-book*.

Evans, Evans e Gentry (2001) analisaram 369 empresas que anunciaram 398 programas de recompra de ações no período de 1978 a 1995 e corroboram, em parte, o estudo anterior afirmando que, na decisão de recompra de ações, a gerência pode pretender enviar um sinal ao mercado de que as suas ações estão a circular por um preço inferior ao seu verdadeiro valor. Outra observação apontada pelos autores Evans, *et al.* (2001) é bastante interessante dado que os seus resultados indicam que, durante o período de execução do programa de recompra de ações, as empresas gastam maiores recursos sobre os fluxos de investimento. Isto poderá querer dizer que os gestores aliam uma estratégia de maiores investimentos com a da recompra de ações para intensificar o sinal a enviar para o mercado de que existirão potenciais *cash flows* mais elevados.

A existência de *cash flows* elevados pode dar lugar a *free cash-flows* ou excessos de liquidez. Vários autores defendem que esta situação constitui outro motivo pelo qual são adquiridas ações próprias. Roper (1997), através do seu estudo aplicado às



empresas cotadas na *Bolsa de la Central de Balances del Banco de España*, revelou que, a curto prazo, as empresas utilizam a recompra de ações para remunerar os acionistas, evitando que exista liquidez excedentária quando os conflitos de agência são mais problemáticos.

No mesmo sentido, Nascimento, Galdi e Nossa (2010) concluíram, através do seu estudo aplicado às empresas cotadas na Bovespa, no período de 1995 a 2008, que as empresas com disponibilidade de caixa recompram ações de forma a minimizar o conflito existente entre o agente e o principal.

Evans, Evans e Gentry (2001) concluíram que os seus resultados suportam a ideia de que os *cash flows* livres são o primeiro veículo para a recompra de ações, dado que, antes do anúncio de recompra de ações, as empresas demonstram um elevado nível médio e mediano de *cash flows* disponíveis comparativamente aos momentos subsequentes ao mesmo.

No que toca a indicadores financeiros, Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) referiram que a recompra de ações provoca maior volatilidade nas ações do que a distribuição de dividendos. A recompra de ações parece variar conforme os acontecimentos da bolsa, isto é, nos anos 80 aquando do crescimento dos mercados, verificaram-se grandes números de recompra de ações; já, quando se deu a recessão no início dos anos 90, observou-se uma queda na recompra de ações; com o “boom” a meados dos anos 90 a recompra de ações voltou a aumentar.

Chua (2010) analisou diversos anúncios de recompra de ações publicados em jornais económicos de Singapura e concluiu que esta operação reduz a volatilidade das ações.

Gameiro (2012), através do seu estudo aplicado às empresas constituintes do PSI 20, durante o período de 2005 a 2011, concluiu que a compra de ações próprias não tem um impacto negativo na volatilidade das ações. Este resultado foi ao encontro dos resultados de Jagannathan *et al.* (2000) e como a própria anunciou, o mesmo não corroborou os estudos realizados por Bravet *et al.* (2005), Hong *et al.* (2008) e De Cesari *et al.* (2011) e, também de Chua (2010).

Vários autores afirmaram que a recompra de ações tem efeito na alavancagem financeira (Opler & Titman, 1996; Dittmar, 2000; Evans, Evans & Gentry, 2001). Os

resultados de Dittmar (2000) indicaram que as empresas adquiriram ações próprias todos os anos a partir de 1987 com o objetivo de aumentar a sua alavancagem financeira para o valor desejado.

Na área do *corporate governance*, vários autores apontam a recompra de ações como meio para mitigar a diluição das ações da empresa, visto que a quantidade de ações em circulação parece estar positivamente relacionada com a frequência da recompra das mesmas (Dittmar, 2000; Jagannathan & Stephens, 2003); por outro lado esta operação é utilizada como meio para evitar OPA's hostis (Roper, 1997; Dittmar, 2000; Chua, 2010).

### 3.1. FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

O presente trabalho focaliza-se nas motivações que levam os administradores a adquirir ações próprias e quais os alicerces da tomada de decisão no contexto nacional. Mais concretamente, o presente trabalho pretende analisar os fatores explicativos da recompra de ações, assim como, comparar os indicadores financeiros das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa com as empresas espanholas. De acordo com a literatura anterior os fatores explicativos relacionam-se com os excessos de *cashflows* ou de tesouraria, sinalização do mercado, política de distribuição de dividendos, endividamento da empresa e dimensão da empresa.

#### ❖ Excessos de *cash flows* ou de tesouraria

De acordo com Roper (1997), Dittmar (2000), Evans J., Evans R. e Gentry (2001) e Nascimento, Galdi e Nossa (2010) excessos de tesouraria estão positivamente relacionados com a recompra de ações. Esta operação acaba por ser considerada como um método para distribuir os excedentes de tesouraria e pode, ainda, ser um método preferencial aos dividendos. Dittmar (2000) aponta duas razões: “first, in open market repurchases (...), the firm does not have a commitment to repurchase. Additionally, unlike a dividend, there is no expectation that the distribution will recur on a regular basis.” Apoiados pela teoria da agência, concluíram que havendo disponibilidade de

caixa, os administradores adquirem ações próprias de forma a minimizar os conflitos existentes entre os acionistas e a própria empresa.

Do exposto, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>1</sub>: A recompra de ações está positivamente associada com a existência de excesso de *cash flows*?**

❖ **Sinalização do mercado**

A teoria da sinalização, abordada no capítulo anterior, baseia-se na existência de assimetria de informação a qual os administradores e gestores tentam combater. Esta factualidade, por vezes, coloca em causa o valor da empresa e torna-se necessário encontrar mecanismos para encaminhar o mercado no sentido que os administradores e/ou gestores consideram que deve seguir. Person (1995), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001), Jagannathan e Stephens (2003) e Nascimento, Galdi e Nossa (2010) concluíram que as empresas recompram ações para sinalizar o mercado de que as suas ações estão subvalorizadas. Já Santos (2010) não chegou à mesma conclusão. Contrariamente ao esperado, os seus resultados revelaram que a recompra de ações não tem tanto efeito na sinalização do mercado. Explica que estes resultados, por um lado, podem ser derivados ao facto de, em Portugal, existir um limite máximo percentual de ações próprias a adquirir e, por outro lado, as empresas terem a necessidade de possuir e manter uma política de dividendos, a qual tem um melhor desempenho no que toca à sinalização de mercado.

Assim, neste contexto formulamos a nossa segunda hipótese de estudo:

**H<sub>2</sub>: A recompra de ações está positivamente associada com a subvalorização da empresa?**

### ❖ Política de distribuição de dividendos

Portugal, em termos gerais e de negócio, é muito tradicional, pelo que, para muitas empresas uma política de dividendos constante é um ponto fulcral. No entanto, existem várias empresas que durante severos anos, pelos mais variados motivos, não procederam à remuneração dos seus acionistas através da distribuição dos resultados obtidos. Autores como Dittmar (2000), Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000), Jagannathan e Stephens (2003), Erik (2005), Mota (2007), Santos (2010) e Gameiro (2012) concluíram que a recompra de ações não constitui uma operação de substituição à distribuição de dividendos.

Como suporte a esta hipótese temos as teorias da agência e dos *stakeholders*. Encontramos novamente a teoria da agência porque, de facto, as questões relacionadas com o retorno do investimento do acionista são muito delicadas e requerem bastante atenção por parte da empresa, mas também, por outro lado, interessa à empresa reter os lucros obtidos de forma a estar preparada para futuros investimentos e eventualidades que possam surgir. A teoria dos *stakeholders* surge como suporte no sentido de que os acionistas desempenham um papel muito importante na vida das empresas.

Como referido por Dittmar (2000) a recompra de ações não tem carácter regular ao contrário do que se pode esperar da distribuição de dividendos. No sentido de minimizar os custos de agência e manter os acionistas atraídos pelo negócio, a recompra de ações poderá ser considerada uma operação que complementa a política de distribuição de dividendos, principalmente, quando os pagamentos aos acionistas são de baixo valor ou, por vezes, inexistentes (como apontam Jagannathan e Stephens (2003)).

Neste sentido formulamos a seguinte hipótese de investigação:

**H<sub>3</sub>: A recompra de ações está positivamente associada com a inexistência ou a reduzida distribuição de dividendos?**

#### ❖ **Endividamento da empresa**

O nível de endividamento das empresas, segundo Opler e Titman (1996), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001) e Mota (2007) está relacionado com a recompra de ações. Mota (2007) referiu que um nível baixo de endividamento está relacionado com pagamentos de dividendos de valor mais elevado. Já Evans J., Evans R. e Gentry (2001) revelaram que a recompra de ações poderá ser utilizada como ajustamento da alavancagem financeira. Como Dittmar (2000) explica *“when the firm distributes this capital, it reduces its equity and increases its leverage ratio”*.

Tendo por base a teoriada estrutura de capital, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>4</sub>: A recompra de ações está positivamente associada com o grau de endividamento?**

#### ❖ **Dimensão da empresa**

De acordo com Dittmar (2000), Jagannathan e Stephens (2003) e Erik (2005) a dimensão da empresa pode constituir-se um outro veículo para a recompra de ações. Estes autores referem que as empresas maiores recompram ações com maior frequência do que as empresas mais pequenas.

No tecido empresarial português e espanhol predominam as pequenas e médias empresas. No entanto, este indicador é plausível para o nosso estudo.

Assim, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>5</sub>: A recompra de ações está positivamente associada com a dimensão da empresa?**

## 4. METODOLOGIA

---

### 4.1. OBJETIVOS DO ESTUDO

O presente estudo tem dois objetivos: por um lado, identificar quais as motivações que levam os administradores a adquirir ações próprias e quais os alicerces da tomada de decisão no contexto nacional; por outro lado, comparar os indicadores financeiros das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa com as empresas espanholas, igualmente, com valores cotados em bolsa de valores e concluir se ambos ordenamentos jurídicos se alicerçam nos mesmos indicadores financeiros, como mais à frente veremos.

### 4.2. AMOSTRA

A amostra utilizada com o intuito de responder ao primeiro objetivo é constituída pelas empresas com valores cotados em bolsa de valores, nomeadamente, as constituintes do Portuguese Stock Index 20 (PSI 20), no período de 2005 a 2015.

O período de amostragem inicia-se no ano de 2005 visto que a partir deste ano foi implementada a obrigação de elaborar as demonstrações financeiras recorrendo à *Internacional Accounting Standard (IAS)* e à *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. Desta forma, assegura-se que a informação financeira contida nas demonstrações financeiras se encontra harmonizada, não colocando em causa a fiabilidade e a comparabilidade entre as empresas da amostra.

Ao longo dos anos não foram constantes as empresas constituintes do PSI 20, contudo partiu-se das empresas pertencentes ao PSI 20 em 2005 como base de trabalho. Foram excluídas da amostra as instituições financeiras porque, de acordo com os seus relatórios de gestão, as ações próprias refletem imparidades, isto é, determinados acionistas contraíram junto da instituição financeira um empréstimo para financiar a aquisição de ações emitidas pela mesma e, pelo incumprimento do pagamento, o banco assume as ações como próprias.

De acordo com a informação apresentada no Quadro 1 optamos por considerar que as empresas supracitadas não adquiriram ações próprias nos anos em que não dispomos da informação financeira.

Desta forma, a amostra é constituída por 27 empresas cotadas em bolsa de valores que reproduzem 297 observações:

Empresas   Anos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ALTRI	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
BRISA	S	S	N	S	N	N	S	N	S	N	N
CIMPOR	N	N	S	S	N	N	N	N	N	N	N
COFINA	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
CORTICEIRA AMORIM	S	N	S	S	S	S	S	S	N	N	N
CTT	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	S
EDP	N	S	N	N	N	N	S	S	S	S	S
EDP RENOVÁVEIS	N	S	N	S	N	S	N	N	N	N	N
GALP	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
GLINTT	N	N	S	N	N	N	N	N	N	N	N
IMPRESA	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
INAPA	S	S	N	N	N	N	N	N	N	N	N
JERÓNIMO MARTINS	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
MEDIA CAPITAL	N	N	N	N	N	N	N	N	S	N	N
MOTA-ENGIL	N	N	S	S	S	S	S	N	N	N	S
NOS	N	N	N	N	N	N	N	N	S	S	N
NOVABASE	N	S	N	S	S	N	N	N	N	S	S
PHAROL	S	S	S	S	N	N	S	S	S	N	N
REDITUS	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
REN	N	N	N	S	S	N	N	N	N	N	N
SOARES DA COSTA	N	N	N	S	N	S	S	N	N	N	N
SEMAPA	N	N	S	N	N	N	N	N	N	S	S
SONAECOM	N	N	S	S	N	S	S	S	S	S	N
SONAE INDÚSTRIA	N	N	N	N	N	N	N	N	N	S	N
SONAE SGPS	N	S	S	N	S	S	S	S	N	S	S
TEIXEIRA DUARTE	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
THE NAVIGAT. COMPANY	N	N	N	S	S	N	S	S	S	S	N

Quadro 1: Verificação da recompra de ações nas empresas constituintes do PSI 20

A segunda amostra do nosso estudo é formada pelas empresas constituintes do PSI 20 e do IBEX 35 (Iberia Index 35), no período de 2011 a 2015.

O período de análise inicia-se no ano de 2011 com o intuito de conseguirmos obter dados consistentes que nos permitam analisar a sua evolução. Para este estudo apenas vão ser consideradas as empresas que se mostraram constantes ao longo dos cinco anos nos respetivos índices e mantemos a exclusão das empresas do setor financeiro.

Desta forma, a segunda amostra é constituída por 12 empresas portuguesas (Quadro 2) e por 17 empresas espanholas (Quadro 3) que reproduzem no conjunto 220 observações.

<b>Empresas  </b>	<b>  Anos</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
ALTRI		N	N	N	N	N
EDP		S	S	S	S	S
EDP RENOVÁVEIS		N	N	N	N	N
GALP		N	N	N	N	N
JERÓNIMO MARTINS		N	N	N	N	N
MOTA-ENGIL		S	N	N	N	S
NOS		N	N	S	S	N
PHAROL		S	S	S	N	N
PORTUCEL		S	S	S	S	N
REN		N	N	N	N	N
SEMAPA		N	N	N	S	S
SONAE SGPS		S	S	N	S	S

Quadro 2: Verificação da recompra de ações nas empresas constantes no PSI 20

<b>Empresas  </b>	<b>  Anos</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
ACCIONA		S	S	S	S	S
ENAGÁS		N	N	N	N	N
FERROVIAL		N	S	S	S	S
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS		S	S	S	S	S
GÁS NATURAL		N	S	S	S	S
GRIFOLS		N	S	S	S	S
IBERDROLA		S	S	S	S	S
INDITEX		N	N	S	S	S
INDRA		S	S	S	S	S
INTERNATIONAL AIRLINES GROUP		S	N	S	S	S
MAPFRE		N	N	N	S	S
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN		N	N	N	S	S
OBRÁSCON HUARTE LAIN		S	S	S	S	S
RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA		S	S	S	S	S
REPSOL		S	S	N	S	S
TECNICAS REUNIDAS		S	N	N	N	S
TELEFÓNICA		S	S	S	S	S

Quadro 3: Verificação da recompra de ações nas empresas constantes no IBEX 35



### 4.3. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

#### 4.3.1. Variável dependente

A variável dependente do presente estudo é a recompra de ações porque pretendemos averiguar quais os fatores que influenciam a aquisição de ações próprias. Esta variável é uma variável *dummy*: assume valor igual a **1** quando a empresa adquire ações próprias e **0** quando não adquire ações próprias em determinado ano.

#### 4.3.2. Variáveis independentes

As variáveis independentes têm como função explicar a variável dependente. Tendo em conta as hipóteses formuladas, foram encontrados os indicadores que melhor se adequam às mesmas. No Quadro 4 estabelecemos as variáveis independentes, a sua mensuração e revelamos o sinal esperado para cada variável.

Variável	Mensuração	Sinal Esperado
<b>CASH</b>	Caixa e Equivalentes de Caixa / Ativo Total	+
<b>CASH-FLOW</b>	Resultado Antes de Impostos / Ativo Total	+
<b>MARKET-TO-BOOK</b>	Valor de Mercado da Empresa / Valor Contabilístico Líquido	+
<b>PAYOUT</b>	Dividendo Bruto por Ação / Resultado por Ação	+
<b>ASSETS</b>	Logaritmo do Ativo Total	+
<b>LEVERAGE</b>	EBIT / Resultado Antes de Impostos	+

Quadro 4: Variáveis independentes e sinal esperado de cada variável

As variáveis CASH e CASH-FLOW correspondem aos indicadores que melhor poderão representar os (potenciais) excessos de tesouraria, os quais relacionam a caixa e equivalentes de caixa e o resultado antes de impostos com o ativo total da empresa. O cálculo destas variáveis encontra-se nos Anexos 1 e 2.

A variável MARKET-TO-BOOK corresponde literalmente ao rácio financeiro, o qual demonstra a relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico. Se pretendemos verificar se a potencial subavaliação da empresa é um dos motivos que explicam a

recompra de ações, este rácio torna-se imprescindível. O cálculo desta variável encontra-se no Anexo 3.

A variável PAYOUT, corresponde, igualmente, ao rácio financeiro. Este indicador permite-nos identificar que percentagem do resultado líquido gerado pelas empresas é distribuída sob a forma de dividendos<sup>7</sup>. De acordo com a doutrina devemos esperar que um *payout* de percentagem mais reduzida impulse a operação de aquisição de ações próprias. O cálculo deste indicador encontra-se no Anexo 4.

A variável ASSETS ajudará a compreender a política de dividendos. Isto porque, conforme a doutrina, as empresas mais antigas e de maior dimensão optam por estabelecer uma política de dividendos constante e regular ao invés de recomprar ações. De facto, da leitura dos relatórios de gestão da nossa população em estudo, verificamos que muitas empresas, apesar de algumas delas não distribuírem dividendos, revelam que gostariam de manter a política de dividendos que se praticava em anos anteriores ou então que o compromisso seria de manter a regularidade da distribuição de dividendos. Por outro lado, a análise da doutrina aponta para que empresas mais pequenas não detenham uma política de dividendos. O melhor indicador para averiguar a dimensão da empresa é o total dos ativos: o ativo reflete o que pertence à empresa, desde equipamentos e instalações até contas a receber. Para melhorar a comparabilidade das diferentes variáveis calculamos o logaritmo da variável ASSETS. O cálculo deste indicador encontra-se no Anexo 5.

A LEVERAGE refere-se ao rácio do grau da alavancagem financeira: a finalidade deste indicador é perceber se os resultados operacionais da empresa são suficientes para cobrir os resultados financeiros da mesma. Empresas com elevados níveis de endividamento apresentam uma baixa alavancagem. O endividamento é calculado através da relação entre o passivo e o ativo da empresa: quando estamos perante um elevado rácio de endividamento, podemos concluir que a estrutura de capital da empresa em questão é financiada maioritariamente por capitais alheios. O cálculo deste indicador encontra-se no Anexo 6.

---

<sup>7</sup> Este rácio é calculado através do dividendo bruto. Os dividendos, como qualquer outro rendimento, são alvo de tributação. Ao longo do tempo, sob os dividendos recaíram várias taxas de imposto, sendo que, atualmente, aplica-se uma taxa de retenção na fonte correspondente a 28%, se se tratar de uma pessoa singular (art. 71.º do CIRS) ou a 25%, se se tratar de uma pessoa coletiva (art. 94.º do CIRC). Aplicam-se as mesmas taxas para sujeitos passivos não residentes, sejam eles pessoas singulares ou pessoas coletivas.

#### 4.4. MODELO ECONOMÉTRICO

Devido ao facto da nossa variável dependente possuir carácter qualitativo recorreremos à regressão categorial, mais concretamente à regressão logística. Este tipo de regressão analisa de forma mais robusta os estudos cuja variável dependente é nominal dicotómica. Para este método estatístico não é relevante o carácter das variáveis independentes – se quantitativas e/ou qualitativas – pois avalia, igualmente, o seu grau de significância no modelo.

A função logística quando estamos perante mais do que uma variável independente é como se segue:

$$\hat{\pi} = \frac{e^{X\beta}}{1 + e^{X\beta}}$$

Em que,  $\hat{\pi}$  é o vetor das probabilidades estimadas,  $X$  é a matriz das variáveis independentes e  $\beta$  é o vetor dos coeficientes de regressão logística.

Para ajustar o modelo descrito acima, recorre-se, tradicionalmente, à linearização da função transformando-a no *Logit*( $\pi$ ):

$$\text{Logit}(\hat{\pi}) = \text{Ln} \left( \frac{\hat{\pi}}{1 - \hat{\pi}} \right)$$

Daqui, decorre o nosso modelo de regressão logística simples com mais do que uma variável independente:

$$\text{Logit}(\hat{\pi}_j) = \beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_2 X_{2j} + \dots + \beta_p X_{pj}$$

## 5. RESULTADOS

### 5.1. ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

#### 5.1.1. Portugal

Da análise do Quadro 5 e do Quadro 6 podemos comparar a estatística descritiva das variáveis independentes do conjunto de empresas que não recompram ações com o conjunto de empresas que recompram ações.

Statistics <sup>a</sup>							
		PAYOUT	MKTB	CASH	CASHFLOW	LEVERAGE	ASSETS
N	Valid	222	222	222	222	222	222
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		,3749	3,543374	,086512	,220202	-7,1279	9,1944
Median		,2500	1,321400	,056950	,036950	1,2330	9,2379
Std. Deviation		,84625	12,9112639	,0977765	1,4988419	211,53675	,60959
Minimum		-6,01	-3,6951	,0006	-2,2436	-2094,54	7,43
Maximum		4,99	137,2454	,5527	20,0514	1218,43	10,62

#### a. RECOMPRA = NÃO

Quadro 5: Análise descritiva dos dados do grupo de empresas que não adquiriram ações próprias

Statistics <sup>a</sup>							
		PAYOUT	MKTB	CASH	CASHFLOW	LEVERAGE	ASSETS
N	Valid	75	75	75	75	75	75
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		,7737	8,512220	,087359	,153581	1,1066	9,3241
Median		,5600	1,172600	,046700	,038200	1,2742	9,4630
Std. Deviation		1,68892	25,4525090	,1274080	,3209684	2,09739	,71015
Minimum		-,65	,0702	,0046	-,0816	-8,47	8,03
Maximum		14,00	153,3916	,7045	1,4313	9,69	10,64

#### a. RECOMPRA = SIM

Quadro 6: Análise descritiva dos dados do grupo de empresas que adquiriram ações próprias

Numa primeira análise podemos afirmar que, em termos médios, os indicadores relativos às empresas que recompram ações são superiores aos indicadores relativos às empresas que não recompram ações, com exceção do indicador cash-flow.

Verifica-se uma diferença na ordem dos 40 pontos percentuais no que concerne ao rácio *payout*: assim, podemos aferir que não se verifica o fenómeno de recompra de ações como substituição do pagamento de dividendos visto que a percentagem resultante do dividendo bruto por ação sobre o resultado por ação é bastante superior nas empresas que optam por adquirir ações próprias. Esta ilação vai ao encontro dos resultados obtidos por Dittmar (2000), Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) e Jagannathan e Stephens (2003).

A análise descritiva permite-nos verificar que existe uma discrepância na mediana do mesmo rácio: empresas que recompram ações apresentam um *payout* bem superior às empresas que não recompram ações. Em termos de desvio padrão, o mesmo não é relevante.

Quanto ao rácio *market-to-book*, para ambos os casos, o valor é superior a 1, o que significa que o mercado avalia positivamente a empresa. No entanto, verifica-se uma diferença ainda considerável entre as médias de ambos os grupos. Persons (1995) afirmou que a recompra de ações sinaliza eficazmente o mercado: tendo em conta os resultados podemos, de certa forma, concordar com o autor. Por outro lado, Dittmar (2000), Jagannathan e Stephens (2003) e Evans, *et al.* (2001) referem que as empresas recompram ações para tirar vantagem da potencial desvalorização das mesmas, o que não nos parece ocorrer no nosso estudo, perante os resultados supra, visto que em ambos os casos se verifica um valor de mercado superior ao valor contabilístico das empresas. Em termos medianos já não se verifica o mesmo: assiste-se à inversão do grupo que apresenta maior *market-to-book*. Em termos de desvio padrão, o mesmo não é relevante.

Para o indicador financeiro que relaciona as disponibilidades de tesouraria com o total dos ativos constituintes da empresa – *cash* – verifica-se, em termos médios, uma diferença muito pequena entre os grupos do nosso estudo. Em termos medianos, verifica-se que o indicador é superior no grupo de empresas que não adquirem ações próprias. De acordo com esta análise podemos aferir que este fator não é relevante para a decisão da recompra de ações: esta conclusão não segue as pisadas de Roper (1997), Evans *et al.* (2001) e Nascimento, Galdi e Nossa (2010). Em termos de desvio padrão, o mesmo não é relevante.

No entanto, ao analisarmos o indicador *cash-flow* verificamos que a média do segundo grupo é inferior à média do primeiro grupo. Este indicador relaciona o resultado antes de impostos com o total dos ativos da empresa: antecipando a análise do indicador *assets* (que corresponde ao total dos ativos e, conseqüentemente, à dimensão da empresa) não se verifica uma diferença significativa entre a média da dimensão das empresas que recomparam ações e a média da dimensão das empresas que não recomparam ações. Contudo, mesmo que ambos os grupos apresentem o mesmo resultado antes de impostos, o correspondente *cash-flow* irá ser sempre superior nas empresas que não recomparam ações. Já em termos medianos, verifica-se a situação inversa. Em termos de desvio padrão, o mesmo não é relevante.

O grupo de empresas que não recomparam ações, em termos médios, apresentam uma alavancagem financeira (*leverage*) desfavorável ( $< 0$ ); contudo, em termos medianos, verificamos que este indicador se torna favorável. Para o grupo de empresas que recomparam ações, ambas as medidas estatísticas apresentam valores superiores a 1 o que significa que apresentam um baixo nível de endividamento. Em termos de desvio padrão, o mesmo não é relevante.

## 5.1.2. Portugal vs Espanha

Da análise do Quadro 7 – Análise descritiva dos dados das empresas portuguesas e do Quadro 8 – Análise descritiva dos dados das empresas espanholas e, iniciando a nossa análise pela variável PAYOUT, verificamos que a média é superior em Portugal, visto que a percentagem resultante do dividendo bruto por ação sobre o resultado por ação é superior no nosso país. Apesar do correspondente rácio ser inferior em Espanha, este facto não é indicador de uma possível substituição da política de distribuição de dividendos pela recompra de ações. No entanto, em termos medianos, verifica-se o inverso: esta informação estatística revela-nos que mais de metade das empresas espanholas dispõem de um rácio de *payout* superior a 50%, enquanto que em Portugal a mediana se situa nos 38%.

Statistics <sup>a</sup>							
		PAYOUT	MKTB	CASH	CASHFLOW	LEVERAGE	ASSETS
N	Valid	135	135	135	135	135	135
	Missing	0	0	0	0	0	0
<b>Mean</b>		,5300	2,162494	,090516	,059223	,0423	9,2430
<b>Median</b>		,3800	,915900	,068300	,031100	1,2793	9,3017
<b>Std. Deviation</b>		1,52888	5,9784590	,1000943	,3068293	10,56905	,62985
<b>Minimum</b>		-6,01	,0244	,0030	-2,2436	-113,86	8,12
<b>Maximum</b>		14,00	49,3749	,5527	1,4313	9,87	10,64

## a. PAÍS = Portugal

Quadro 7: Análise descritiva dos dados das empresas portuguesas

Statistics <sup>a</sup>							
		PAYOUT	MKTB	CASH	CASHFLOW	LEVERAGE	ASSETS
N	Valid	85	85	85	85	85	85
	Missing	0	0	0	0	0	0
<b>Mean</b>		,4827	1,972315	,129919	,073735	,3246	10,1915
<b>Median</b>		,5200	1,482100	,071500	,030600	1,1841	10,1891
<b>Std. Deviation</b>		,42601	1,6298517	,3937582	,3406253	7,37055	,53411
<b>Minimum</b>		-1,10	,3272	,0021	-,2241	-56,80	9,02
<b>Maximum</b>		1,75	8,6253	3,6621	3,1287	9,32	11,15

## a. PAÍS = Espanha

Quadro 8: Análise descritiva dos dados das empresas espanholas

Quanto ao rácio *market-to-book*, para ambos os países, verifica-se que, em termos médios, o valor de mercado das empresas é superior ao respetivo valor contabilístico das mesmas. Contudo, em termos medianos, Portugal apresenta um *market-to-book* inferior a 1, o que, de acordo com vários estudos efetuados anteriormente, poderá constituir-se um veículo para a recompra de ações no sentido de elevar as suas empresas nos seus mercados.

Tanto em termos médios como em termos medianos, o indicador *cash* e *cash-flow* não são muito diferentes, pelo que, ambos países se encontram aqui equiparados.

No caso da alavancagem financeira, em termos médios, verifica-se que para os dois países o nível de endividamento é considerável visto que tomam valores inferiores a 1. No entanto, em termos medianos, verificamos que, tanto em Portugal como em Espanha, mais de metade das empresas apresentam uma alavancagem financeira favorável.

Finalmente, relativamente à dimensão das empresas não se verifica diferenças significativa relevante.



## 5.2. REGRESSÃO LOGÍSTICA

### 5.2.1. Portugal

Antes de efetuarmos o estudo da regressão logística relativamente aos dados das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa no período de 2005 a 2015, é importante certificar-nos de que as variáveis explicativas recolhidas apenas apresentam correlação com a variável dependente, isto é, que são efetivamente independentes entre si. Para o efeito, apresentamos no Quadro 9 a análise da correlação entre as variáveis do estudo:

		Correlations						
		PAYOUT	MKTB	CASH	CASHFLOW	LEVERAGE	ASSETS	RECOMPRA
<b>PAYOUT</b>	PearsonCorrelation	1	-,027	,023	-,010	,031	,042	,154**
	Sig. (2-tailed)		,648	,690	,859	,598	,472	,008
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>MKTB</b>	PearsonCorrelation	-,027	1	-,050	-,028	,005	,139*	,127*
	Sig. (2-tailed)	,648		,388	,632	,926	,016	,029
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>CASH</b>	PearsonCorrelation	,023	-,050	1	-,028	,017	-,124*	,003
	Sig. (2-tailed)	,690	,388		,636	,772	,032	,952
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>CASHFLOW</b>	PearsonCorrelation	-,010	-,028	-,028	1	,007	-,167**	-,022
	Sig. (2-tailed)	,859	,632	,636		,899	,004	,703
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>LEVERAGE</b>	PearsonCorrelation	,031	,005	,017	,007	1	-,001	,020
	Sig. (2-tailed)	,598	,926	,772	,899		,987	,737
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>ASSETS</b>	PearsonCorrelation	,042	,139*	-,124*	-,167**	-,001	1	,089
	Sig. (2-tailed)	,472	,016	,032	,004	,987		,128
	N	297	297	297	297	297	297	297
<b>RECOMPRA</b>	PearsonCorrelation	,154**	,127*	,003	-,022	,020	,089	1
	Sig. (2-tailed)	,008	,029	,952	,703	,737	,128	
	N	297	297	297	297	297	297	297

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Quadro 9: Análise da correlação entre as variáveis do estudo

Através da análise do Quadro 9, relativamente às correlações, concluímos que apenas duas variáveis independentes se correlacionam positiva e significativamente com a variável dependente visto que o respetivo *sig. (2-tailed)* é inferior ao nível de significância de 5%. São estas as variáveis PAYOUT e MKTB. De relevar que não existe correlação entre elas dado que os respetivos *sig. (2 tailed)* são superiores ao nível de significância de 5%.

Desta forma, podemos descartar imediatamente todas as outras variáveis independentes visto que não apresentam correlação com a variável dependente a um nível de significância de 5% e, portanto, não são capazes de a explicar.

De seguida procedemos ao teste do rácio de verisimilhança (Quadro 10) e obtivemos os seguintes resultados:

Omnibus Tests of Model Coefficients				
		Chi-square	df	Sig.
<b>Step 1</b>	Step	11,316	2	,003
	Block	11,316	2	,003
	Model	11,316	2	,003

Quadro 10: Teste do rácio de verosimilhanças

Sendo que  $G^2 = 11,316$  e  $p < 0,05$  podemos concluir que existe pelo menos uma variável explicativa no modelo com poder preditivo sobre a nossa variável dependente.

ModelSummary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
<b>1</b>	324,349 <sup>a</sup>	,037	,055

**a. Estimation terminated at iteration number 4 because parameter estimates changed by less than ,001.**

Quadro 11: Bondade do ajustamento do modelo aos dados

Contudo, recorrendo à análise de bondade do ajustamento do modelo aos dados (Quadro 11), o valor de 324,349 dado pelo -2LL indica-nos que o ajustamento do modelo aos dados recolhidos não é muito bom visto que se encontra muito afastado de zero, o qual seria o ajustamento perfeito. De acordo com o valor de

*Nagelkerke* apenas 5,5% da variância da nossa variável dependente é explicada pelas variáveis PAYOUT e MKTB.

HosmerandLemeshowTest			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	20,798	8	,008

Quadro 12: Teste de *HosmerandLemeshow* – ajustamento

Por sua vez, o teste de *HosmerandLemeshow* (Quadro 12) retira quaisquer dúvidas relativamente ao bom ajustamento do modelo aos dados porque o  $p\text{-value} = 0,008 < 0,05$ .

Desta forma, apesar do modelo não se ajustar da melhor forma aos nossos dados, prosseguimos com a análise da regressão logística.

Variables in theEquation							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	PAYOUT	,370	,167	4,924	1	,026	1,447
	MKTB	,015	,007	4,185	1	,041	1,015
	Constant	-1,357	,168	65,593	1	,000	,257

a. Variable(s) entered on step 1: PAYOUT, MKTB.

Quadro 13: Modelo completo de regressão logística aplicado ao estudo de Portugal

De acordo com o output do SPSS obtido no Quadro 13, podemos escrever o nosso modelo de regressão logística como se segue:

$$\text{Logit}(\pi) = -1,357 + 0,370 \text{ PAYOUT} + 0,015 \text{ MKTB}$$

O teste de *Wald* confirma que ambas as variáveis explicativas são significativas no modelo para o nível de significância de 5%, dado que:

$$\text{PAYOUT} = 4,924 \text{ e } p\text{-value} = 0,026 < 0,05; \text{ e}$$

$$\text{MKTB} = 4,185 \text{ e } p\text{-value} = 0,041 < 0,05.$$

Finalmente, os valores da coluna  $Exp(B)$  estimam o rácio das chances da variável dependente por unidade da variável independente (Marôco, 2007, p. 722).

Assim, verificamos que a probabilidade de uma empresa recomprar ações aumenta cerca de 45% devido ao rácio do *payout* e 1,5% devido ao rácio do *market-to-book*.

### 5.2.2. Portugal vs Espanha

Criamos uma nova base de dados no SPSS constituída pelos dados recolhidos das variáveis do estudo das empresas portuguesas e espanholas para o período de 2011 a 2015.

Antes de efetuar a regressão logística sobre os dados foi necessário agrupar a amostra por países para que os resultados obtidos ficassem dessa forma organizados.

Da regressão logística obtivemos o Quadro 14 – Teste do rácio de verosimilhanças relativamente a Portugal e o Quadro 15 – Teste do rácio de verosimilhanças para Espanha, conforme se segue:

<b>Omnibus Tests of Model Coefficients<sup>a</sup></b>				
		Chi-square	df	Sig.
<b>Step 1</b>	Step	21,214	6	,002
	Block	21,214	6	,002
	Model	21,214	6	,002

**a. PAÍS = Portugal**

Quadro 14: Teste do rácio de verosimilhanças - Portugal

<b>Omnibus Tests of Model Coefficients<sup>a</sup></b>				
		Chi-square	df	Sig.
<b>Step 1</b>	Step	5,354	6	,499
	Block	5,354	6	,499
	Model	5,354	6	,499

**a. PAÍS = Espanha**

Quadro 15: Teste do rácio de verosimilhanças - Espanha

Da análise dos mesmos verificamos que, para Portugal, o  $G^2 = 21,214$  e  $p < 0,05$  pelo que podemos concluir que existe pelo menos uma variável explicativa no modelo com poder preditivo sobre a nossa variável dependente. Contudo, para Espanha, o  $G^2 = 5,354$  e  $p > 0,05$ , logo, pelo que não podemos concluir que existe pelo menos uma variável explicativa no modelo com poder preditivo sobre a nossa variável dependente.

ModelSummary <sup>a</sup>			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	131,164 <sup>b</sup>	,145	,215

a. PAÍS = Portugal

b. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Quadro 16: Bondade do ajustamento do modelo aos dados - Portugal

ModelSummary <sup>a</sup>			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	89,689 <sup>b</sup>	,061	,091

a. PAÍS = Espanha

b. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Quadro 17: Bondade do ajustamento do modelo aos dados - Espanha

Da análise do Quadro 16 – Bondade do ajustamento do modelo aos dados para Portugal e do Quadro 17 – Bondade do ajustamento do modelo aos dados para Espanha verificamos que o valor de 131,164 dado pelo -2LL para o caso português indica-nos que o ajustamento do modelo aos dados recolhidos não é bom visto que se encontra afastado de zero, o qual seria o ajustamento perfeito (comparativamente com o indicador *Likelihood* do estudo anterior, obtivemos uma melhoria significativa). De acordo com o valor de *Nagelkerke* 21,5% da variância da nossa variável dependente é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo.

Relativamente a Espanha verificamos que o valor dado pelo -2LL é melhor – 89,689 - do que o de Portugal, em termos de ajustamento, contudo apenas 9,1% da variância da variável “Recompra de ações” é explicada pelas covariáveis incluídas no modelo.

HosmerandLemeshow Test <sup>a</sup>			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	12,082	8	,148

a. PAÍS = Portugal

Quadro 18: Teste de *HosmerandLemeshow* – Portugal

HosmerandLemeshow Test <sup>a</sup>			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	13,595	7	,059

a. PAÍS = Espanha

Quadro 19: Teste de *HosmerandLemeshow* – Espanha

Os testes de *HosmerandLemeshow* obtidos contradizem os resultados do rácio *Likelihood* porque indicam um bom ajustamento do modelo aos dados visto que  $p\text{-value} = 0,148 > 0,05$  para Portugal e  $p\text{-value} = 0,059 > 0,05$  para Espanha.

Posto isto, apesar do modelo não de ajustar da melhor forma aos nossos dados, prosseguimos a análise da regressão logística obtida.

Variables in theEquation <sup>a</sup>									
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 <sup>b</sup>	PAYOUT	,415	,231	3,229	1	,072	1,514	,963	2,381
	MKTB	,044	,030	2,135	1	,144	1,045	,985	1,108
	CASH	1,257	1,963	,410	1	,522	3,514	,075	164,578
	CASHFLOW	3,047	1,077	8,006	1	,005	21,051	2,551	173,733
	LEVERAGE	,005	,022	,062	1	,804	1,006	,963	1,050
	ASSETS	,875	,386	5,138	1	,023	2,399	1,126	5,114
	Constant	-9,994	3,713	7,246	1	,007	,000		

a. PAÍS = Portugal

b. Variable(s) entered on step 1: PAYOUT, MKTB, CASH, CASHFLOW, LEVERAGE, ASSETS.

Quadro 20: Modelo completo de regressão logística - Portugal

		Variables in the Equation <sup>a</sup>							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
								Lower	Upper
Step 1 <sup>b</sup>	PAYOUT	,550	,675	,664	1	,415	1,734	,462	6,514
	MKTB	,009	,185	,002	1	,962	1,009	,703	1,449
	CASH	1,265	3,658	,120	1	,729	3,543	,003	4600,540
	CASHFLOW	-,871	4,217	,043	1	,836	,419	,000	1625,980
	LEVERAGE	-,001	,034	,000	1	,984	,999	,935	1,068
	ASSETS	1,110	,564	3,871	1	,049	3,035	1,004	9,174
	Constant	-10,493	5,838	3,231	1	,072	,000		

a. PAÍS = Espanha

b. Variable(s) entered on step 1: PAYOUT, MKTB, CASH, CASHFLOW, LEVERAGE, ASSETS.

Quadro 21: Modelo completo de regressão logística - Espanha

De acordo com estes outputs do SPSS (Quadros 20 e 21) podemos escrever os nossos modelos de regressão logística para Portugal (Quadro 20) e Espanha (Quadro 21), apenas incluindo as variáveis independentes que demonstram significância, como se segue:

$$\text{Portugal: } \text{Logit}(\pi) = -9,994 + 3,047\text{CASHFLOW} + 0,875 \text{ ASSETS}$$

$$\text{Espanha: } \text{Logit}(\pi) = -10,493 + 1,110 \text{ ASSETS}$$

Destas equações verificamos que Portugal e Espanha apresentam um indicador comum que influencia a recompra de ações em ambos os países: a dimensão da empresa. Como já nos tinha indicado a análise descritiva, no que concerne a esta variável explicativa, não se verificava uma diferença relevante entre os indicadores estatísticos média e mediana. Desta forma, podemos aferir que sendo a variável ASSETS fator explicativo da recompra de ações em Portugal, também o será no mercado espanhol.

No entanto, os respetivos *Exp(B)* apresentam diferenças relevantes: em Portugal, a probabilidade de uma empresa recomprar ações aumenta cerca de 133,9% e em Espanha a mesma probabilidade aumenta cerca de 203,5% devido ao indicador da dimensão da empresa.



É, no entanto, curioso verificar que, para Portugal, as variáveis independentes que explicam a recompra de ações no período de 2005 a 2015 não se mantêm no período de 2011 a 2015. Contudo, se aumentarmos o nosso intervalo de confiança para 90%, a variável explicativa PAYOUT já integra a nossa equação:

$$\text{Logit}(\pi) = -9,994 + 3,047 \text{ CASHFLOW} + 0,875 \text{ ASSETS} + 0,415 \text{ PAYOUT}$$

Analisando os respetivos  $\text{Exp}(B)$  concluímos que em Portugal, a probabilidade de uma empresa recomprar ações aumenta cerca de 2005% devido ao rácio do *cash-flow* (indicador que causa maior efeito na decisão da aquisição de ações próprias), 133,9% devido ao indicador da dimensão da empresa e, finalmente, cerca de 51,4% devido ao rácio do *payout*.

Ao contrário do que se poderia esperar, devido à mediana do rácio *market-to-book*, a variável independente correspondente a este rácio não se mostrou significativamente relevante ( $p\text{-value} = 0,144 > 0,05$  e  $> 0,10$ ) para explicar a recompra de ações no período amostral de 2011 a 2015. Desta forma não podemos corroborar os dados encontrados por Dittmar (2000), Jagannathan e Stephens (2003) e Evans, *et al.* (2001).

O teste de *Wald* confirma que as variáveis explicativas CASHFLOW E ASSETS, tanto no caso português como no caso espanhol, são significativas no modelo para o nível de significância de 5%, e a variável explicativa PAYOUT, no caso português, para o nível de significância de 10%.

## 6. CONCLUSÃO

---

À semelhança do estudo de Dittmar (2000) decidimos estudar um conjunto de fatores que consideramos mais relevantes tendo em conta a revisão da literatura efetuada.

Tendo por base dois objetivos, identificar por um lado, quais as motivações que levam os administradores a adquirir ações próprias e quais os alicerces da tomada de decisão no contexto nacional; por outro lado, comparar os indicadores financeiros das empresas portuguesas com valores cotados em bolsa com as empresas espanholas, utilizamos nos dois casos as mesmas variáveis explicativas e testamos as hipóteses levantadas.

No que diz respeito ao caso de Portugal para o período de 2005 a 2015, após o estudo da correlação entre as variáveis recolhidas, concluímos que apenas a variável PAYOUT e a variável MKTB se correlacionavam significativamente com a variável dependente da recompra de ações.

Desta forma, pudemos imediatamente rejeitar as hipóteses  $H_1$  (a recompra de ações está positivamente associada com a existência de excesso de *cash flows*),  $H_4$  (a recompra de ações está positivamente associada com o grau de endividamento) e  $H_5$  (a recompra de ações está positivamente associada com a dimensão da empresa) porque as respetivas variáveis independentes não se mostraram explicativas da operação de aquisição de ações próprias.

Por outro lado, tendo em conta os resultados obtidos, rejeitamos as hipóteses  $H_2$  (a recompra de ações está positivamente associada com a subvalorização da empresa) e  $H_3$  (a recompra de ações está positivamente associada com a inexistência ou a reduzida distribuição de dividendos).

Os nossos resultados não vão ao encontro dos estudos efetuados por Dittmar (2000), Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000), Jagannathan e Stephens (2003), Erik (2005), Mota (2007), Santos (2010) e Gameiro (2012), no que diz respeito às políticas de distribuição de dividendos, nem ao encontro dos estudos efetuados por Person (1995), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001), Jagannathan e Stephens (2003), Nascimento, Galdi e Nossa (2010) e Santos (2010), no que diz respeito à sinalização do mercado.

Podemos aferir que as empresas portuguesas não pretendem substituir a política de distribuição de dividendos pela operação de aquisição de ações próprias, mas sim, complementar a primeira com a segunda de forma a minimizar conflitos de agência. Podemos aferir, igualmente, que as empresas portuguesas se preocupam com o seu valor no mercado bolsista pelo que procuram enviar sinais positivos para o fomentar.

Ao contrário do que esperávamos, os excessos de tesouraria, o grau de endividamento e a dimensão da empresa não se revelaram como fatores influenciadores da recompra de ações, para este período amostral. Desta forma, os nossos resultados não corroboram os estudos de Roper (1997), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001) e Nascimento, Galdi e Nossa (2010), no que diz respeito à hipótese relacionada com os excessos de *cash flows*; os estudos de Opler e Titman (1996), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001) e Mota (2007), no que diz respeito à hipótese relativa ao grau de endividamento; e os estudos de Dittmar (2000), Jagannathan e Stephens (2003) e Erik (2005), relativamente à hipótese da dimensão da empresa.

No que diz respeito ao caso Portugal vs Espanha para o período de 2011 a 2015, verificamos que ambos os países partilham de uma mesma variável explicativa: a dimensão da empresa. Assim, não rejeitamos a hipótese  $H_4$  e rejeitamos as hipóteses restantes.

Apesar do tecido empresarial Ibérico ser caracterizado por pequenas e médias empresas, este indicador não deixou de se mostrar significativamente relevante para explicar a recompra de ações.

No entanto, é importante relevar que, principalmente para os resultados do estudo relativamente a Espanha, não podemos afirmar com um elevado grau de confiança de que a dimensão da empresa é um fator explicativo da recompra de ações, visto que o modelo utilizado não se ajustava da melhor forma aos dados recolhidos.

Portanto, podemos concluir, com as devidas precauções, que a Península Ibérica partilha de um mesmo fator influenciador da decisão de aquisição de ações próprias, sendo ele a dimensão da empresa, medido pelo total dos seus ativos.

No caso específico português também se mostraram relevantes as variáveis relacionadas com os excessos de tesouraria e com, novamente, o *payout* (para um nível de significância de 10%).

Assim, não rejeitamos as hipóteses  $H_1$  e  $H_5$  corroborando os estudos de Roper (1997), Dittmar (2000), Evans, Evans e Gentry (2001) e Nascimento, Galdi e Nossa (2010), relativamente à hipótese dos excessos de *cash flows*; e, finalmente, os estudos de Dittmar (2000), Jagannathan e Stephens (2003) e Erik (2005), relativamente à hipótese da dimensão da empresa. Contudo rejeitamos a  $H_3$  não corroborando os estudos de Dittmar (2000), Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000), Jagannathan e Stephens (2003), Erik (2005), Mota (2007), Santos (2010) e Gameiro (2012), no que diz respeito às políticas de distribuição de dividendos.

Outra das limitações está ligada com as hipóteses colocadas, pois obtivemos um ajustamento ao modelo que não pode ser considerado bom, o que também é demonstrativo de que podem existir outros fatores explicativos que justifiquem a recompra de ações.

Dadas as limitações mencionadas seria interessante desenvolver uma nova pesquisa com uma abrangência superior no número de anos selecionados e que inclua, para além das variáveis independentes recolhidas neste trabalho, outras variáveis explicativas no âmbito da liquidez das empresas, no âmbito da possibilidade de existirem ações predestinadas a colaboradores ou a membros dos órgãos executivos e no âmbito de evitar oferta públicas de aquisição hostis ou sem interesse para a empresa.

## 7. BIBLIOGRAFIA

---

- Abreu, J. M. (2005). *Curso de Direito Comercial*. Coimbra: Almedina.
- Antunes, J. (junho de 2008). O capital próprio. *TOC*, 99, pp. 32-33.
- Banco Central Europeu. (2007). *Boletim mensal do Banco Central Europeu*.
- Bastos, M. B. (2009). As consequências da aquisição ilícita de ações próprias pelas sociedades anónimas. *Revista de Direito das Sociedades*, pp. 185-224.
- Chua, J. M. (2010). *Corporate Governance and Earnings Management*. Singapura: Dissertação de Mestrado apresentado à Singapore Management University.
- CMVM. (2011). *Guia do Investidor*. Lisboa: CMVM.
- Cordeiro, A. M. (2006). *Manual de Direito das Sociedades II*. Lisboa: Almedina.
- Correia, A. F. (1994). *Lições de Direito Comercial*. Lisboa: Lex.
- Correia, M. P. (2011). *Direito Comercial*. Lisboa: Ediforum.
- Cunha, P. O. (2014). *Lições de Direito Comercial*. Lisboa: Almedina.
- Dittmar, A. K. (julho de 2000). Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, 73, pp. 331-355.
- Duarte, R. P. (janeiro de 2012). Questões práticas à volta das Sociedades. *Aware*, 52, pp. 3-5.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Em *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215-262). NBER.
- Evans, J. P., Evans, R. T., & Gentry, J. A. (2001). *The Decision to Repurchase Shares: A Cash Flow Story*. Australia.
- Gameiro, C. S. (2012). *O impacto da compra de ações próprias na liquidez e na volatilidade das ações*. Leiria: Dissertação de mestrado apresentada à Universidade de Leiria.
- Gomes, R. (2012). A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos. *Economia & Empresa*, 14, pp. 119-143.
- Ikenberry, D. L., & Vermaelen, T. (winter de 1996). The Option do Repurchase Stovk. *Financial Management*, 25, 4, pp. 9-24.
- Jensen, M. C. (Maio de 1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, n.º 2, pp. 323-329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Labareda, J. (1988). *Das ações nas sociedades anónimas*. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito.
- Lie, E. (novembro de 2005). Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice. *The Journal of Business*, 78, n.º 6, pp. 2179-2202.
- Marôco, J. (2007). Análise Estatística com Utilização do SPSS, 3ª ed. Em J. Marôco, *Análise Estatística* (pp. 683-795). Edições Sílabo.
- Martinho, E. d. (abril/junho de 2008). O Princípio da Intangibilidade do Capital Social. *Revisores e Auditores*, pp. 52-60.
- Marvão, J., Santos, J., & Geraldês, M. (n.º 363 de junho de 2007). Ações preferenciais remíveis. *APOTEC*, pp. 185-194.
- Matos, J. M. (2012). *A redução do capital social e a tutela dos credores sociais*. Porto: Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade do Porto.
- Miller, F. M. (junho de 1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Association*, pp. 261-297.
- Miller, F. M. (junho de 1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, pp. 433-443.
- Monteiro, J. (2013). *O regime jurídico e fiscal das ações preferenciais sem voto*. Porto.
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. São Paulo: Dissertação de Mestrado apresentada à Fundação Getúlio Vargas.
- Murali Jagannathan, C. P. (2000). Financial exibility and the choice between. *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 355-384.
- Murali Jagannathan, C. P. (Verão de 2003). Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs. *Financial Management*, 32, n.º 2, pp. 71-91.
- Nascimento, S. d., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (setembro/outubro de 2011). Motivações determinantes para a recompa de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. Brasil.
- Person, J. C. (1995). *Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchases*. Ohio: Dissertação de Mestrado apresentada à Ohio State University.

- Pestana, M. H., & Gageiro, J. N. (2014). *Análise de dados para ciências sociais - A complementaridade do SPSS, 6ª ed.* Lisboa: Edições Sílabo.
- Preston, T. D. (janeiro de 1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20, n.º 1, pp. 65-91.
- Robert Phillips, R. E. (2003). What Stakeholder Theory Is Not. *Business Ethics Quarterly* 13 (4), pp. 479-502.
- Rocha, M. V. (1994). *Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais.* Coimbra: Almedina.
- Ronald K. Mitchell, B. R. (outubro de 1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22, n.º 4, pp. 853-886.
- Ropero, M. Á. (1997). *Adquisición de acciones propias: factores explicativos para el caso español.* Espanha: Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de Málaga.
- Serens, M. N. (s.d.). *Notas sobre a sociedade anónima, 2ª Edição, Boletim da Faculdade de Coimbra.* Coimbra: Stvida Ivridica.
- Silva, M. R. (2011). *Estudo exploratório sobre os motivos que levam as empresas a recomprarem suas próprias ações.* Rio de Janeiro: Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade do Rio de Janeiro.
- Silva, R. d. (2010). *A remuneração dos accionistas com ações transacionadas em bolsa.* Aveiro: Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de Aveiro.
- Spencer, M. (agosto de 1973). Job Market Signaling. *The Quaterly Journal of Economics*, 87, 3, pp. 355-374.
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (fevereiro de 1998). Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, LIII, n.º 1, pp. 313-333.
- Tim Opler, S. T. (1996). *The debt-equity choice: An analysis of issuing firms.* Columbus: Ohio State University.
- Ventura, R. (1978). Auto-participação da sociedade: as ações próprias. *ROA, II e III*, pp. 217-277.
- Ventura, R. (2003). *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas.* Coimbra: Almedina.

## 8. ANEXOS

---



## ANEXO 1 – Cálculo da variável CASH

	CASH										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ALTRI	0,0180	0,0293	0,1279	0,0666	0,0714	0,1091	0,1000	0,0996	0,0955	0,2026	0,1948
BRISA	0,0705	0,0449	0,0204	0,0242	0,0308	0,2125	0,1448	0,1645	0,0683	0,0962	0,0961
CIMPOR	0,1055	0,1222	0,1081	0,0353	0,0852	0,1178	0,1138	0,1157	0,1038	0,1072	0,1258
COFINA	0,3447	0,3628	0,2893	0,1932	0,1849	0,1127	0,2207	0,1081	0,0731	0,0921	0,0620
CORTICEIRA AMORIM	0,0151	0,0069	0,0104	0,0077	0,0142	0,0572	0,0518	0,0864	0,0120	0,0094	0,0108
CTT	0,4357	0,4357	0,4357	0,4365	0,2737	0,4267	0,3945	0,4498	0,4840	0,5527	0,5281
EDP	0,0244	0,0296	0,0265	0,0193	0,0548	0,0360	0,0415	0,0394	0,0508	0,0604	0,2178
EDP RENOVÁVEIS	0,0277	0,0277	0,0277	0,0239	0,0382	0,0319	0,0163	0,0178	0,0189	0,0249	0,0268
GALP	0,0253	0,0751	0,0181	0,0185	0,0312	0,0198	0,0283	0,1316	0,1052	0,0827	0,0837
GLINTT	0,0100	0,0039	0,0111	0,0223	0,0156	0,0120	0,0190	0,0213	0,0194	0,0061	0,0068
IMPRESA	0,0447	0,0425	0,0063	0,0179	0,0100	0,0141	0,0096	0,0044	0,0034	0,0117	0,0080
INAPA-INV	0,0080	0,0076	0,1061	0,0069	0,0109	0,0222	0,0218	0,0302	0,0364	0,0478	0,0390
JERÓNIMO MARTINS	0,0807	0,0675	0,0859	0,0609	0,0584	0,0731	0,1183	0,0769	0,0729	0,0790	0,0785
MEDCAPITAL	0,0100	0,0240	0,0118	0,0155	0,0457	0,0563	0,0304	0,0297	0,0152	0,0088	0,0164
MOTA-ENGIL	0,0410	0,0368	0,6179	0,7045	0,0442	0,0580	0,0665	0,0755	0,0928	0,0983	0,0843
NOS	0,0706	0,0706	0,0608	0,0434	0,1066	0,1415	0,2034	0,1689	0,0234	0,0064	0,0030
NOVABASE	0,1630	0,1666	0,1454	0,1182	0,1249	0,1391	0,1278	0,1800	0,1494	0,0957	0,1066
PHAROL	0,0345	0,0357	0,0467	0,0675	0,0932	0,2991	0,2012	0,1167	0,4175	0,0899	0,2098
REDITUS	0,0901	0,0653	0,0730	0,1601	0,0273	0,0463	0,0456	0,0237	0,0214	0,0256	0,0350
REN	0,0006	0,0118	0,0308	0,0257	0,0157	0,0299	0,0149	0,0125	0,0319	0,0223	0,0133
SOARES DA COSTA	0,0377	0,0500	0,0391	0,0472	0,0600	0,0567	0,0479	0,0553	0,0347	0,0874	0,0874
SEMAPA	0,0572	0,0833	0,1300	0,0603	0,0252	0,0710	0,1052	0,0934	0,1465	0,1410	0,0483
SONAE COM	0,1325	0,0678	0,0442	0,0496	0,0404	0,0344	0,0864	0,0304	0,1525	0,1650	0,1641
SONAE IND	0,0614	0,0836	0,0288	0,0322	0,0199	0,0170	0,0156	0,0172	0,0208	0,0104	0,0271
SONAE SGPS	0,1379	0,1012	0,0401	0,0252	0,0219	0,0315	0,0632	0,0591	0,0046	0,0143	0,0599
TEIXEIRA DUARTE	0,1293	0,1409	0,0351	0,0326	0,0370	0,0496	0,1036	0,0870	0,0656	0,0632	0,0860
THE NAVIGATOR COMPANY	0,0379	0,1135	0,1523	0,0880	0,0197	0,0480	0,0908	0,1160	0,1794	0,1772	0,0285

## ANEXO 2 – Cálculo da variável CASH FLOW

	CASH FLOW										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ALTRI</b>	0,0492	0,0344	0,0246	0,0020	-0,0113	0,0657	0,0245	0,0539	0,0555	0,0315	0,1182
<b>BRISA</b>	0,0949	0,0513	0,0403	0,0317	0,0305	0,1197	-0,0089	0,0145	0,0186	0,0288	0,0214
<b>CIMPOR</b>	0,0893	0,0913	0,0780	0,0538	0,0609	0,0622	0,0511	0,0231	0,0120	0,0115	-0,0160
<b>COFINA</b>	0,0421	0,0587	0,0103	-0,2942	0,0991	0,0139	0,0753	0,0680	0,0645	0,0720	0,0634
<b>CORTICEIRA AMORIM</b>	0,0339	0,0435	0,0421	0,0212	0,0149	0,0622	0,0960	0,1061	0,0763	0,0836	0,1055
<b>CTT</b>	0,0689	0,0689	0,0689	0,0641	0,0450	0,0554	0,0742	0,0486	0,0739	0,1065	0,0915
<b>EDP</b>	0,0507	0,0509	0,0398	0,0406	0,0105	0,0116	0,0382	0,0341	0,0386	0,0378	0,2775
<b>EDP RENOVÁVEIS</b>	0,0154	0,0154	0,0154	0,0167	0,0140	0,0091	0,0088	0,0132	0,0167	0,0131	0,0178
<b>GALP</b>	0,1431	0,3320	0,1642	0,0225	0,0577	0,0647	0,0560	0,0391	0,0262	0,0048	0,0276
<b>GLINTT</b>	-0,1502	0,0061	0,0138	0,0292	0,0279	0,0129	0,0104	0,0110	0,0114	-0,0004	-0,0346
<b>IMPRESA</b>	0,0681	0,0448	0,0544	-0,0405	-0,0049	-0,0005	0,0077	-0,0219	0,0311	0,0403	0,0153
<b>INAPA-INV</b>	0,0033	-0,0816	-0,0072	0,0019	0,0070	0,0118	-0,0044	-0,0068	0,0028	0,0037	0,0026
<b>JERÓNIMO MARTINS</b>	0,0722	0,0727	0,0600	0,0596	0,0729	0,0911	0,1046	-0,0009	0,0987	0,0787	0,0844
<b>MEDCAPITAL</b>	0,0664	0,0670	0,0601	0,0649	0,0628	0,0530	0,0267	0,0551	0,0598	0,0730	0,0743
<b>MOTA-ENGIL</b>	0,0376	0,0333	0,4422	0,2758	0,0365	0,0227	0,0256	0,0309	0,0349	0,0309	0,0190
<b>NOS</b>	0,0317	0,0471	0,0634	0,0507	0,0372	0,0247	0,0248	0,0301	0,0087	0,0280	0,0343
<b>NOVABASE</b>	0,0171	0,0232	0,0546	0,0570	0,0785	0,0808	0,0147	0,0540	0,0388	0,0252	0,0445
<b>PHAROL</b>	0,5580	0,6253	0,0725	0,0624	0,0574	0,0209	0,0217	0,0203	0,0267	-0,6526	-2,2436
<b>REDITUS</b>	0,0004	0,0001	0,0002	0,0003	0,0004	0,0004	-0,0034	0,0011	0,0004	0,0004	0,0004
<b>REN</b>	4,3223	20,0514	0,2273	0,1217	0,1189	0,0979	0,1000	0,0972	0,2122	0,0496	0,0477
<b>SOARES DA COSTA</b>	0,0006	0,0040	0,0037	0,0028	0,0043	0,0044	0,0018	-0,0069	-0,0068	0,0539	0,0540
<b>SEMAPA</b>	0,2882	0,1224	0,0849	0,1151	0,0618	0,1196	0,1031	0,1175	0,1234	0,1108	0,1501
<b>SONAE COM</b>	0,0082	0,0002	0,0002	0,0073	0,0065	0,0367	0,0485	0,0584	0,0319	0,0127	0,0333
<b>SONAE IND</b>	0,0097	0,0080	0,0176	-0,0138	-0,0076	-0,0096	-0,0079	-0,0062	-0,0718	-0,0543	-0,0220
<b>SONAE SGPS</b>	1,3042	0,5538	0,1174	0,0082	0,0240	0,1072	0,0536	0,0343	-0,0119	0,0562	0,0673
<b>TEIXEIRA DUARTE</b>	0,0461	0,0573	0,0529	0,1837	0,0567	0,0237	-0,0656	0,0223	0,0044	0,0367	0,0205
<b>THE NAVIGATOR COMPANYY</b>	3,1795	4,9505	6,3586	1,2077	0,8744	1,3146	1,3217	1,4313	1,1250	0,9214	1,1147

## ANEXO 3 – Cálculo da variável MARKET-TO-BOOK

	MARKET-TO-BOOK										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ALTRI	2,1497	4,0196	4,7348	2,5053	7,1000	3,0245	1,7487	1,7711	1,9002	1,8685	3,0355
BRISA	2,5239	3,0778	3,4854	1,6521	2,6350	1,5896	0,6258	0,5160	3,0208	3,1021	3,8988
CIMPOR	1,9344	2,5206	2,1103	1,4291	2,2200	1,5261	1,6984	1,4861	1,7874	0,7965	0,7553
COFINA	3,0873	3,1235	2,4339	-3,6951	25,6049	8,9333	0,7936	0,8256	2,8429	2,3774	2,0453
CORTICEIRA AMORIM	0,9510	1,3181	1,0623	0,4366	0,5004	0,5745	0,6360	0,7208	0,9741	1,2728	2,2339
CTT	2,3627	2,3627	2,3627	0,6258	0,7015	0,6550	0,6018	0,5663	4,8109	5,3268	5,2643
EDP	1,4881	2,2692	2,2455	1,1530	1,1390	0,8445	0,7678	0,7325	0,8468	0,9831	1,0015
EDP RENOVÁVEIS	2,5239	3,0778	3,4854	33,6918	0,1086	0,0702	0,7566	0,6054	0,5530	0,7783	1,0455
GALP	2,3242	2,8257	6,4347	2,6834	4,2284	4,3863	3,2082	1,4542	1,5400	1,0882	1,4366
GLINTT	6,9180	6,4781	3,0132	0,6857	0,7295	0,2910	0,0892	0,0809	0,1677	0,1297	0,2827
IMPRESA	1,9957	1,9230	1,6929	1,2551	1,2433	0,9591	0,3115	0,2206	0,7667	0,5433	0,2954
INAPA-INV	0,2169	1,3059	0,9197	0,3369	0,6293	0,3566	0,3106	0,2756	0,5118	0,3533	0,2602
JERÓNIMO MARTINS	2,3837	0,5577	3,9321	2,6831	4,1276	6,3385	5,6614	6,1173	5,4258	3,2027	4,7398
MEDIA CAPITAL	5,5905	4,8056	3,0601	0,0430	2,6259	1,8260	0,9512	0,6703	0,7628	0,9398	1,4910
MOTA-ENGIL	2,0904	3,4623	2,8965	1,4089	2,0526	0,7407	0,5081	0,7369	1,5808	0,9418	0,6614
NOS	3,7240	3,7240	7,6605	5,9805	7,0708	4,1883	3,0540	4,1874	2,6239	2,5444	3,5099
NOVABASE	3,5957	2,8362	1,7282	2,2539	1,7940	1,3582	0,6407	0,6513	1,0334	0,9235	0,3472
PHAROL	3,1519	2,9346	4,5072	4,5891	3,1257	1,5924	1,0221	1,1234	1,7012	0,6536	0,8193
REDITUS	6,8982	11,0827	119,8342	2,8986	3,1420	2,2691	1,6453	0,9527	0,4115	0,3058	0,1605
REN	1,3247	1,3247	1,9209	1,4920	1,5958	1,3384	1,0782	1,0627	1,1049	1,1251	1,2690
SOARES DA COSTA	0,4753	0,8892	2,4544	0,7189	0,6512	1,3640	0,5064	0,0244	0,3707	0,8930	0,8930
SEMAPA	0,6329	0,8096	0,9422	0,6426	0,7480	0,7514	0,4386	0,5678	0,7594	0,8633	0,9159
SONAE COM	1,5799	2,0215	1,2854	0,3879	0,7407	0,4942	0,4213	0,4945	0,8154	0,4353	0,6174
SONAE IND	137,2454	153,3916	118,5557	42,5825	81,5476	71,6682	29,9427	40,6436	49,3749	1,0238	0,2963
SONAE SGPS	1,4341	1,6631	2,2849	0,5258	0,9561	0,7827	0,5067	0,7761	1,0316	1,0487	1,0637
TEIXEIRA DUARTE	1,0266	1,0680	1,0520	0,8426	0,8537	0,5455	0,2651	0,4124	1,0362	0,6160	0,2545
THE NAVIGATOR COMPANY	1,2494	1,6392	1,4407	9,5448	1,1726	1,3161	0,9322	1,1249	1,4136	1,5241	0,5905

#### ANEXO 4 – Cálculo da variável PAYOUT

	PAYOUT RATIO										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ALTRI</b>	25%	21%	15%	0%	0%	18%	18%	10%	16%	44%	88%
<b>BRISA</b>	54%	100%	100%	100%	124%	24%	0%	0%	65%	198%	-601%
<b>CIMPOR</b>	48%	49%	51%	56%	56%	57%	55%	-3%	-10%	0%	0%
<b>COFINA</b>	48%	21%	39%	-5%	6%	20%	20%	25%	20%	33%	30%
<b>CORTICEIRA AMORIM</b>	41%	36%	34%	0%	0%	0%	41%	80%	-350%	43%	54%
<b>CTT</b>	70%	70%	70%	80%	42%	64%	100%	138%	98%	90%	97%
<b>EDP</b>	34%	41%	50%	47%	55%	57%	60%	66%	66%	64%	74%
<b>EDP RENOVÁVEIS</b>	17%	17%	17%	0%	0%	0%	0%	29%	27%	29%	26%
<b>GALP</b>	48%	56%	60%	56%	91%	56%	71%	56%	78%	77%	54%
<b>GLINTT</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>IMPRESA</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>INAPA</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	450%	0%	0%
<b>JERÓNIMO MARTINS</b>	41%	46%	210%	38%	34%	31%	39%	49%	49%	61%	60%
<b>MEDIA CAPITAL</b>	0%	0%	492%	103%	96%	50%	499%	95%	72%	96%	54%
<b>MOTA-ENGIL</b>	65%	67%	22%	70%	29%	58%	65%	52%	48%	48%	56%
<b>NOS</b>	170%	170%	313%	100%	107%	133%	145%	100%	200%	1400%	160%
<b>NOVABASE</b>	0%	0%	0%	0%	116%	30%	50%	38%	83%	30%	50%
<b>PHAROL</b>	83%	62%	81%	90%	75%	37%	164%	121%	25%	0%	-4%
<b>REDITUS</b>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>REN</b>	60%	7%	60%	69%	66%	80%	73%	74%	74%	81%	78%
<b>SEMAPA</b>	15%	29%	25%	28%	37%	23%	23%	20%	26%	37%	13%
<b>SOARES DA COSTA</b>	0%	0%	0%	358%	0%	73%	333%	0%	0%	-8%	-8%
<b>SONAE COM</b>	0%	0%	0%	0%	0%	42%	41%	57%	0%	90%	53%
<b>SONAE IND</b>	0%	0%	187%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>SONAE SGPS</b>	9%	23%	20%	70%	63%	37%	60%	191%	-65%	8%	-25%
<b>TEIXEIRA DUARTE</b>	6%	6%	6%	0%	0%	12%	0%	25%	10%	8%	5%
<b>THE NAVIGATOR COMPANY</b>	63%	49%	17%	61%	59%	56%	84%	42%	96%	55%	73%

## ANEXO 5 – Cálculo da variável DIMENSÃO

	logASSETS										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ALTRI	8,4779	8,8887	9,0237	9,0472	9,0506	9,0757	9,0522	9,0524	9,0709	9,1098	9,0962
BRISA	9,6462	9,6592	9,7433	9,7633	9,7431	9,8048	9,8258	9,7102	9,6205	9,6296	9,6208
CIMPOR	9,5958	9,6028	9,6989	9,6812	9,7121	9,7483	9,7295	9,8598	9,8232	9,8293	9,7640
COFINA	8,3676	8,3417	8,5761	8,3932	8,3988	8,3490	8,2491	8,1631	8,1494	8,1381	8,1210
CORTICEIRA AMORIM	8,7578	8,7660	8,7904	8,7751	8,7366	8,7654	8,6214	8,6550	8,8121	8,8060	8,8403
CTT	9,0829	9,0829	9,0829	9,1145	9,2086	9,0512	9,0337	9,0366	9,0515	9,0800	9,0581
EDP	10,3810	10,4061	10,5140	10,5684	10,6017	10,6228	10,6203	10,6339	10,6277	10,6360	9,7573
EDP RENOVÁVEIS	10,0728	10,0728	10,0728	9,9835	10,0648	10,1229	10,1308	10,1400	10,1305	10,1702	10,2122
GALP	9,7953	9,4514	9,7731	9,8365	9,8932	9,9774	10,0236	10,1564	10,1554	10,1408	10,1307
GLINTT	7,9170	7,8911	8,0254	8,3039	8,3030	8,3478	8,3406	8,3390	8,3475	8,3428	8,2350
IMPRESA	8,6611	8,6780	8,7068	8,7236	8,7104	8,6924	8,6532	8,6301	8,6306	8,6137	8,6418
INAPA-INV	8,8716	8,8150	8,9355	8,8862	8,8461	8,8732	8,8391	8,8343	8,8338	8,8234	8,8158
JERÓNIMO MARTINS	9,3752	9,4158	9,4951	9,5713	9,5826	9,6190	9,6514	9,6896	9,7075	9,7363	9,7503
MEDCAPITAL	8,5589	8,5550	8,6280	8,6649	8,6533	8,6222	8,5902	8,5596	8,5366	8,5321	8,5279
MOTA-ENGIL	9,2162	9,2393	8,4478	8,4061	9,4630	9,5386	9,5471	9,5562	9,5884	9,5993	9,7216
NOS	9,3410	9,3410	9,0419	9,1650	9,2200	9,2718	9,3017	9,2614	9,5015	9,5179	9,5241
NOVABASE	8,3167	8,3757	8,4211	8,3202	8,3008	8,3053	8,3272	8,3516	8,3433	8,3352	8,3579
PHAROL	10,2492	10,1870	10,1537	10,1756	10,1919	10,2022	10,3892	10,3322	9,5992	9,0858	8,4903
REDITUS	9,4715	9,7663	9,6121	9,5969	9,6487	9,6659	9,6680	9,6887	9,7213	9,7098	9,6812
REN	8,8431	8,8161	8,9164	9,1501	9,1917	9,2310	9,2547	9,2639	8,9238	9,5806	9,5806
SOARES DA COSTA	9,5718	9,5651	9,5281	9,5321	9,5482	9,5724	9,5967	9,6462	9,6467	9,6311	9,6302
SEMAPA	9,1987	9,2685	9,2784	9,3286	9,3164	9,2992	9,3406	9,3127	9,0910	9,0426	9,0428
SONAE COM	9,2798	9,3549	9,3588	9,3099	9,2365	9,1989	9,1794	9,1292	9,1134	9,0607	9,0277
SONAE IND	9,8206	9,8161	9,8507	9,8646	9,8952	9,8948	9,8228	9,8040	8,8104	8,8134	8,7707
SONAE SGPS	8,7700	8,8626	9,5140	9,5096	9,5524	9,4441	9,4495	9,4515	9,4536	9,4814	9,4681
TEIXEIRA DUARTE	9,3727	9,3747	9,4030	9,4028	9,4270	9,4453	9,4692	9,4531	9,4658	9,4502	9,4068
THE NAVIGATOR COMPANY	7,4306	7,5675	7,5636	8,1262	8,1536	8,2924	8,2775	8,2764	8,2904	8,3007	8,3194

**ANEXO 6 – Cálculo da variável ALAVANCAGEM**

	LEVERAGE										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ALTRI	1,2186	1,6377	2,9109	17,5511	-0,9888	1,3955	2,2048	1,5475	1,3593	1,6008	1,1404
BRISA	0,7036	1,1576	1,2619	1,4992	1,3209	0,0682	-4,0312	2,7203	2,7662	2,0299	2,0765
CIMPOR	1,0091	1,1158	1,1230	1,5204	1,3037	1,0816	1,1708	1,8249	6,0776	5,8023	-3,3751
COFINA	1,3575	1,1369	4,3607	-0,2303	0,7424	6,2634	1,2553	1,3809	1,3589	1,3461	1,4501
CORTICEIRA AMORIM	1,3832	1,3457	1,4244	2,0237	2,2126	1,2464	1,2793	1,2779	1,1434	1,2045	1,0356
CTT	0,8869	0,8869	0,8869	0,4789	0,6720	0,8524	0,7537	1,0783	1,0478	1,0580	1,0509
EDP	0,9370	0,9670	1,1995	1,2833	4,6845	4,2428	1,4239	1,4624	1,2742	0,3186	0,3275
EDP RENOVÁVEIS	1,4941	1,4941	1,4941	1,4368	1,4199	2,4000	2,9285	2,4719	0,3495	1,2147	0,2385
GALP	0,9660	1,0110	0,9606	1,0815	1,0164	1,0398	1,0854	0,9661	1,0700	2,7309	1,2035
GLINTT	0,9646	2,3732	-4,2560	-1,6069	1,0000	1,0000	2,3154	2,3802	2,3521	-30,3948	0,4599
IMPRESA	1,3011	1,5396	-0,2173	0,3008	-9,5337	-104,1736	-5,5722	-1,0285	-0,2843	-0,2622	-0,8005
INAPA-INV	9,6936	-0,1844	-1,1852	4,6864	4,8197	2,9159	-0,0218	-2,5964	8,7657	2,5781	9,8717
JERÓNIMO MARTINS	1218,4256	1118,3088	1,1993	1,3633	0,3834	1,1927	1,0673	-113,8622	1,0430	1,0473	1,0238
MEDCAPITAL	-0,1143	-0,1539	1,3461	1,2843	1,3300	1,2301	1,6220	1,4841	1,4284	1,3046	1,2358
MOTA-ENGIL	1,4993	1,4579	1,1950	2,7428	1,0604	1,6821	1,8758	1,5416	1,7967	2,2215	1,6807
NOS	1,4395	0,9683	1,0603	1,3497	1,2416	1,7829	1,8670	1,7737	2,8349	1,5977	1,3117
NOVABASE	1,7101	1,5583	1,1765	1,2794	1,0599	1,0227	1,4809	1,0137	1,0671	1,3236	0,9426
PHAROL	0,1388	0,1262	1,1948	1,2567	0,7752	1,2456	1,4009	1,9719	3,2543	0,0323	0,0232
REDITUS	0,6560	3,0417	0,3427	6,7065	2,9583	3,5757	0,5569	2,2037	3,4886	3,1516	2,9208
REN	0,0988	0,2337	1,4136	1,3778	1,3989	1,5035	1,5747	1,7619	1,7989	1,6047	1,5430
SOARES DA COSTA	2,0774	1,8824	1,8721	5,4577	3,3761	3,0619	8,3086	0,2635	1,9846	1,2455	1,2455
SEMAPA	1,1990	1,2134	1,8819	0,8842	1,2047	1,1870	1,1655	1,2610	1,5612	1,8499	1,7382
SONAE COM	-52,7322	-2094,5387	-1654,5536	-65,7825	-83,2526	-14,8797	-10,7841	-9,4453	-2,6273	-8,4668	-3,9230
SONAE IND	1,6869	2,2934	1,6442	0,2294	0,0317	0,3434	0,0839	-0,2988	-0,2575	-0,5052	-2,2519
SONAE SGPS	0,8047	0,8850	1,1907	6,6258	3,8568	1,8682	2,1517	2,8857	-3,6760	1,5289	1,3764
TEIXEIRA DUARTE	0,5533	0,6436	0,5226	0,2823	1,0144	1,2671	-0,2657	2,2671	8,9346	1,9046	2,3880
THE NAVIGATOR COMPANY	1,5554	1,1446	1,1182	1,1214	1,0606	1,0779	1,0629	1,0580	1,0644	1,1855	1,2161