

**Determinantes da rendibilidade das ações: um estudo de empresas cotadas na
*Euronext Lisbon.***

Determinants of share performance: a study of companies listed on Euronext Lisbon.

Maria Elisabete Neves¹

Mara Sousa²

Carlos Barbosa³

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo estudar os determinantes da rendibilidade das ações no mercado de capitais português. Para alcançar o objetivo proposto foi utilizada a metodologia de dados em painel para 33 empresas cotadas na Euronext Lisbon no período compreendido entre 2007 e 2015. As variáveis utilizadas dividem-se em dois grupos, internas e externas à empresa, de acordo com a literatura proposta. O primeiro grupo inclui variáveis contabilísticas/financeiras e variáveis de Corporate Governance e o segundo grupo inclui variáveis macroeconómicas e uma proxy que capta o sentimento do investidor.

Os resultados do modelo, sugerem que as variáveis contabilísticas/financeiras assim como as de Corporate Governance são determinantes na explicação da rendibilidade das ações portuguesas. Da mesma forma, tanto o Produto Interno Bruto como o sentimento dos investidores podem contribuir para a rendibilidade das ações do mercado Português.

Palavras Chave: rendibilidade das ações; determinantes internos, de *corporate governance* e externos; *Euronext Lisbon*.

¹ ISCAC, CETRAD, mneves@iscac.pt

² mar_ines.sousa94@hotmail.com

³ ISCAC, cbarbosa@iscac.pt

ABSTRACT

The purpose of this paper is to study the determinants of the stocks profitability in the Portuguese capital market. To achieve this aim we have used the panel data methodology for 33 companies listed on Euronext Lisbon in the period between 2007 and 2015. The variables used are divided into two large groups, internal and external according to the literature review. The first group includes accounting/financial variables and Corporate Governance variables. The second group includes macroeconomic variables and a proxy to capture investor's sentiments.

The results of the model, suggest that the accounting/financial variables as well as those of Corporate Governance are determinant in the explanation of the stocks profitability. Likewise, the Gross Domestic Product and investors sentiments impact on stocks profitability for Portuguese market.

Keywords: Profitability; Internal, External and Corporate Governance Determinants; Euronext Lisbon

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é financiado por: Fundos Europeus Estruturais e de Investimento, na sua componente FEDER, através do Programa Operacional Competitividade e Internacionalização (COMPETE 2020) [Projeto nº 006971 (UID/SOC/04011); Referência do Financiamento: POCI-01-0145-FEDER-006971]; e por Fundos Nacionais através da FCT – Fundação para a Ciência e a Tecnologia, no âmbito do projeto UID/SOC/04011/2013.

Received on: 2018.01.29

Approved on: 2018.03.18

Evaluated by a double blind review system

1- Introdução

Os mercados de capitais têm sido amplamente estudados uma vez que interessam a um grande número de *stakeholders*, entre os quais se destacam, os académicos, analistas financeiros, investidores, acionistas, economistas, gestores, entidades governamentais e público em geral. Para investir, estudar, gerir ou regular nestes mercados de uma forma adequada é importante conhecer as variáveis internas ou específicas das empresas, nomeadamente a sua situação contabilística, económica e/ou financeira e as suas práticas de *Corporate Governance*. Por outro lado, é necessário conhecer as variáveis externas, onde se destacam alguns indicadores macroeconómicos onde estas empresas operam.

A Contabilidade e as Finanças possuem uma relação de interseção e complementaridade, uma vez que os investidores e analistas financeiros recorrem aos registos da Contabilidade para fazerem as análises económicas e/ou financeiras e auxiliarem a sua tomada de decisão. Na literatura, verifica-se um progressivo aumento dos estudos baseados na Contabilidade e Finanças devido à evolução dos mercados de capitais e ao crescente aumento dos estudos das teorias financeiras. Por exemplo, Fama & French (1992) estudam um conjunto de variáveis específicas à empresa para explicarem a rendibilidade das ações no mercado de capitais americano. Requejo (2000) analisa igualmente a influência de algumas características específicas de empresas espanholas como determinantes da rendibilidade.

Dutta, Bandopadhyay & Sengupta (2012), também mostram empiricamente a importância dos indicadores financeiros como ferramentas importantes na avaliação de tendências futuras dos preços das ações. Para além destas características internas relacionadas com a contabilidade, também há fatores institucionais e práticas de *Corporate Governance* que importam na determinação de todos os componentes de valor das empresas.

De acordo com Icke, Icke & Ayturk (2011), um bom sistema de *Corporate Governance* é a chave para a integridade das empresas, instituições financeiras e mercados, além de ser importante na estabilidade e “saúde” das economias. Segundo estes autores, adotar boas práticas de *Corporate Governance* aumenta o nível de desempenho, a rendibilidade e a eficiência da empresa, além de aumentar o valor do acionista e promover a satisfação de outros *stakeholders*. Deste modo, um bom sistema de *Corporate Governance* poderá aumentar a confiança dos investidores, originando um maior número de transações de títulos. Por exemplo, Brown & Caylor (2004) mostram que existe uma relação direta entre

os retornos dos ativos e as práticas de *Corporate Governance*⁴. Também Klapper & Love (2003) investigaram 14 mercados de ações emergentes e concluíram que boas práticas de *Corporate Governance* estão altamente relacionadas com um maior desempenho operacional e uma maior avaliação de mercado das empresas.

Para Liu & Shrestha (2008), as diversas atividades económicas de um país influenciam os retornos no mercado de ações. Por exemplo, Gungel & Cukur (2007) mostram que os fatores macroeconómicos afetam os retornos das ações no mercado de Londres no período de 1980 a 1993. Para além destes fatores, também o sentimento dos investidores pode ajudar na explicação da rendibilidade das ações. Por exemplo, Fisher & Statman (2000) ou Brown & Cliff (2005) mostram que os investidores individuais são facilmente influenciados pelo sentimento e que tal pode aumentar o poder explicativo do modelo de ações que tradicionalmente são mais difíceis de arbitrar e valorizar.

Assim, o objetivo deste trabalho é estudar os determinantes da rendibilidade das ações no mercado de capitais português. Utilizando a metodologia de dados em painel, os nossos resultados mostram que tanto as variáveis financeiras como as de *Corporate Governance* são importantes na explicação da rendibilidade das ações assim como os fatores macroeconómicos, como o PIB. Também o sentimento dos investidores tem influência na rendibilidade das ações, podendo este resultado estar apoiado na teoria das finanças comportamentais. Sem pretender esgotar um tema tão vasto como o que aqui se propõe, pretende-se contribuir com variáveis adicionais que possam ser úteis a todos os interessados no mercado de capitais.

Este artigo encontra-se organizado da seguinte forma: a segunda secção inclui a revisão de literatura e as hipóteses a testar; na terceira secção são descritos os dados e variáveis assim como a metodologia. De seguida, na secção quatro, são apresentados e discutidos os resultados. Por fim, na quinta secção, apresentam-se as principais conclusões e são apontadas algumas limitações e sugestões para investigações futuras.

⁴ Veja, por exemplo, um estudo para empresas dos BRIK (Brazil, Russia, India and Korea), de Black, Carvalho & Gorga (2012) onde os autores argumentam que o efeito entre os retornos dos ativos e as práticas de *Corporate Governance* é especialmente visível nos países em desenvolvimento já que existem muitas diferenças entre os princípios de *Corporate Governance* nas empresas que operam nesses países.

2- Revisão de Literatura e Hipóteses

Com este artigo pretende-se estudar a rendibilidade das ações da Euronext Lisbon através da análise de variáveis internas e variáveis externas à empresa. Dentro das variáveis internas ou específicas foram ainda incluídas as denominadas variáveis de *Corporate Governance*. Para o grupo das variáveis externas analisam-se variáveis macroeconómicas, onde também se inclui uma variável vulgarmente estudada como *proxy* do sentimento do investidor.

Kühl, Cherobim & Santos (2008) investigam a capacidade de explicação dos indicadores internos e externos da empresa para os preços das ações negociadas no Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) durante o período de 1994 a 2004. Os autores consideraram como variáveis internas, indicadores de liquidez, de rendibilidade e de endividamento. Relativamente às variáveis externas, os autores consideraram as taxas de juros pagas pela dívida pública, oscilação de índices bolsistas e taxas de inflação. Os resultados sugeriram que os indicadores externos têm maior relação com os preços das ações do que os indicadores internos. Ribeiro & Quesado (2017) analisam a rendibilidade anormal anual das ações das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e das empresas não financeiras que integram o PSI 20. Os autores também classificaram as variáveis utilizadas em internas e externas às empresas e concluíram que existem variáveis estatisticamente significativas em todos os grupos de variáveis na generalidade das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

De facto, nas últimas décadas muitos investigadores têm procurado estudar as características específicas da empresa que têm uma relação com a rendibilidade das ações. Uma das características muitas vezes estudadas é o tamanho das empresas, embora não exista consenso sobre se a relação é positiva ou negativa na rendibilidade das ações. Alguns autores consideram que o tamanho possui uma relação negativa com a rendibilidade argumentando que, como as empresas mais pequenas possuem geralmente maiores riscos, os investidores são compensados com maiores retornos. Outros autores argumentam que o tamanho possui uma relação positiva com a rendibilidade porque as empresas maiores são, à partida, mais rentáveis e por isso apresentam maiores retornos. Há ainda autores, como Barber & Lyon (1996) que sugerem que a dimensão da empresa não tem uma relação estatisticamente significativa com a rendibilidade das ações.

Podemos ainda encontrar na literatura, entre outros, Keim (1983) que sustenta, à semelhança de Banz (1981), a existência de uma relação negativa entre tamanho da empresa e retornos. Segundo este autor, esta relação negativa é verificada essencialmente

no mês de janeiro (efeito sazonal). Reinganum (1983), Roll (1983), Easterday, Sen & Stephan (2009) também verificaram que as empresas mais pequenas conseguem gerar retornos maiores no mês de janeiro quando comparados com os outros meses.

Drew, Naughton & Madhu (2003) sugerem que as empresas mais pequenas e em crescimento proporcionam maiores retornos em comparação com as empresas maiores. Do mesmo modo Rutledge & Karim (2008) mostram que as empresas chinesas mais pequenas apresentam maiores retornos das ações.

O estudo empírico de Requejo (2000) analisa a influência de algumas características específicas da empresa com o risco sistemático na rendibilidade anual das ações no mercado de capitais espanhol. Os resultados sugerem que a dimensão da empresa, o risco sistemático e o rácio *book-to-market* apresentam uma relação estatisticamente significativa positiva na explicação da rendibilidade anual das ações das empresas.

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa primeira hipótese:

H1: Existe uma relação entre a dimensão da empresa e a rendibilidade das ações (sem sinal definido).

Uma outra variável específica das empresas e amplamente estudada relaciona o endividamento com a rendibilidade das ações. Por exemplo Bhandari (1988), mostra que existe uma relação positiva entre o rácio *debt-to-equity* e os retornos das ações.

Também Masulis (1983) sustenta que o valor de mercado e as mudanças nos preços das ações se correlacionam positivamente com as alterações no rácio de endividamento.

Por outro lado, Penman, Richardson & Tuna (2007) mostraram que a alavancagem se correlaciona negativamente com o retorno das ações. Do mesmo modo, George & Hwang (2010) sugerem uma relação negativa entre a alavancagem e o retorno das ações Segundo estes autores, o maior retorno verificado nas empresas com menor alavancagem poderá advir da compensação de outros riscos das empresas que não sejam os de alavancagem.

Adami *et al.* (2015) estudam a estrutura de capital e o desempenho das ações durante o período de 1980 a 2008 para ações da Bolsa de Valores de Londres e concluem que existe uma relação negativa entre a dívida e o retorno das ações.

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa segunda hipótese:

H2: O nível de endividamento de uma empresa influencia a rendibilidade das ações (sem sinal definido).

Ainda como variáveis internas à empresa, mas relacionadas com as características institucionais e de *Corporate Governance*, muitos autores encontram relação significativa entre estas variáveis e a rendibilidade das ações. Assim, baseado nessa literatura, este trabalho também atende ao possível impacto na rendibilidade das ações se o CEO é simultaneamente proprietário da empresa (*insider ownership*) e também se o tamanho do Conselho de Administração (CA) influencia a rendibilidade das ações.

O conflito de interesses entre proprietários e acionistas é denominado de problema de agência por Jensen & Meckling (1976). Deste modo, para alguns autores, como Fernández & Arrondo (2005), ser gestor e ao mesmo tempo acionista ajuda a alinhar os interesses dos acionistas e dos gestores (efeito *monitoring*) e neste supõem-se a existência de uma relação positiva entre *insider ownership* e rendibilidade. Para outros autores, como Farinha (2003), a relação entre gestores e acionistas pode não ser linear. Este autor mostra que a propriedade pelo gestor pode resultar num efeito de convergência para níveis mais baixos de propriedade mas com um efeito de entrincheiramento para níveis mais elevados de propriedade da gestão. De acordo com Keasey & Wright (1998) existe uma relação significativa positiva entre a quantidade de ações detida pelos *insiders* e o desempenho das empresas. Faccio & Lasfer (1999) chegam à mesma conclusão de relação positiva, pois para estes autores um elevado número de ações detidas pelos gestores simultaneamente acionistas ajuda a alinhar os interesses dos acionistas e dos gestores repercutindo-se num maior desempenho empresarial. Num estudo para empresas japonesas, Chen, Guo & Mande (2003) corroboram uma relação positiva entre os *insiders* e o desempenho da empresa.

Por outro lado, Pedersen & Thomsen (2000) argumentam que a propriedade e o desempenho da empresa possuem uma relação estatisticamente significativa negativa. Segundo os autores, os *insiders* podem aproveitar as alturas em que os preços das ações são altos relativamente às expectativas e podem tentar vender as suas ações a uma outra empresa, originando avultados ganhos imediatos.

A nossa terceira hipótese, baseada na literatura citada apresenta-se como segue:

H3: A rendibilidade das ações é influenciada pelo facto do CEO ser simultaneamente proprietário da empresa (sem sinal definido).

Tal como referido, um outro mecanismo de *Corporate Governance* bastante estudado é o tamanho do CA, dada a importância que este apresenta na proteção dos acionistas e na resolução de conflitos entre a propriedade e a gestão.

A evidência empírica sobre a relação entre o número de elementos do CA e a rendibilidade das ações não é muito abundante. A maioria dos estudos relaciona o tamanho do CA com o nível de desempenho das empresas.

Jensen (1993) argumenta que os conselhos com maior número de membros tendem a ser menos eficazes do que os conselhos mais pequenos, sinalizando a existência de uma relação inversa entre a dimensão do conselho de administração e o valor da empresa. Segundo este autor, quando os conselhos ultrapassam sete ou oito membros têm menor probabilidade de funcionar corretamente e são mais facilmente controláveis pelo CEO. Um maior número de membros poderá resultar numa capacidade de comunicação deficiente e numa menor focalização na resolução de problemas da empresa. Alguns gestores poderão adotar uma atitude passiva se sentirem que o seu contributo é menos importante.

Outros autores também mostraram uma relação negativa entre a dimensão do conselho e o desempenho da empresa (Lipton & Lorsch, 1992, Yermack, 1996; Conyon & Peck, 1998; Eisenberg, Sundgren & Wells, 1998; Mak & Kusnadi, 2005).

Por outro lado, há autores como por exemplo, Daily, Dalton & Cannella (2003) ou Drobetz, Schillhofer & Zimmermann (2004) que sustentam a existência de uma relação positiva entre a dimensão do conselho e o nível de desempenho empresarial. Por seu lado, Hermalin & Weisback (2003) ou Bennedsen, Kongsted & Nielsen (2008) não encontraram qualquer relação entre o número de elementos do CA e o nível de desempenho da empresa.

De acordo com Boone *et al.* (2007) a dimensão do conselho é proporcional à dimensão da empresa. Coles, Daniel & Naveen (2008), argumentam que os conselhos muito grandes e os conselhos muito pequenos têm tendência para apresentar melhores níveis de desempenho.

De acordo com a literatura, propomos a nossa quarta hipótese:

H4: Existe uma relação entre o tamanho do CA e a rendibilidade das ações (sem sinal definido).

A relação entre mercados de ações e variáveis macroeconómicas tem sido debatida na literatura financeira e macroeconómica ao longo dos últimos anos vários investigadores têm analisado se o mercado de ações influencia o PIB, ou pelo contrário, se o PIB é

influenciado pelo mercado de ações, uma vez que a expectativa sobre o retorno dos investidores é refletida pelo nível de atividade económica. Fama (1981) realiza um estudo onde conclui que grandes variações nos retornos anuais das ações podem prever variáveis macroeconómicas, como o PIB real, a produção industrial e os níveis de investimentos. Estes resultados vão ao encontro aos de Kaul (1987) e Shah (1989).

Duca (2007) realiza um estudo com o objetivo de determinar se o mercado de ações afeta o PIB ou se, na direção oposta, o PIB desencadeia flutuações no mercado de ações a longo prazo. A amostra analisada incluiu índices de mercado dos EUA, do Reino Unido, da França, da Alemanha e do Japão. Os autores chegaram à conclusão que, para todos os países analisados, à exceção da Alemanha, através do teste de causalidade de *Granger*, os preços das ações exercem influência no PIB.

Por outro lado, Gan *et al.* (2006) chegaram à conclusão de que o índice de ações da Nova Zelândia poderia ser explicado pelo PIB. Na mesma linha de investigação, Acikalin, Rafet & Seyfettin (2008) realizam um estudo com o objetivo de investigar a relação entre os retornos das ações na Bolsa de Valores de Istambul e algumas variáveis macroeconómicas como o PIB, entre outras. Os resultados sugerem que a variabilidade do preço das ações está fundamentalmente ligada às mudanças nas variáveis macroeconómicas. Os autores sustentam que, ao terem em conta os resultados deste estudo, os investidores poderão definir melhores estratégias de diversificação das suas carteiras e ainda melhorar o desempenho das mesmas.

Deste modo, baseados na literatura exposta, propomos a nossa quinta hipótese:

H5: Existe uma relação entre o PIB e a rentabilidade das ações (sem sinal definido).

O papel do sentimento do investidor nos mercados de capitais e em concreto na rentabilidade das ações está em debate na literatura financeira desde há algum tempo. As Finanças Comportamentais consideram que, além dos aspetos racionais, o processo de tomada de decisão por parte dos investidores é influenciado por fatores psicológicos e comportamentais (Shleifer & Summers, 1990) e desta forma aliando conceitos da Psicologia às Finanças. Shefrin (2001), por exemplo, demonstrou que a taxa de crescimento dos preços pode ser dividida em dois processos estocásticos, um referente aos fundamentais e outra ao sentimento. Baker & Wurgler (2007) sustentam que o sentimento dos

investidores representa uma crença sobre *cash flows* futuros e risco que não são justificados pela informação económica e financeira. Embora não exista uma medida definitiva de sentimento do investidor dada a subjetividade inerente a fatores psicológicos e individuais, Baker & Wurgler (2007), afirmam que quantificar os seus efeitos é o grande desafio das Finanças Comportamentais. Nessa medida, vários estudos empíricos tentam medir o sentimento dos investidores (Lee, Shleifer & Thaler, 1991; Brown & Cliff, 2004). Esses estudos identificam medidas de sentimento direto e indireto. Os primeiros são originados a partir de inquéritos que são realizados aos consumidores ou investidores, já os segundos incluem alguns indicadores que funcionam como *proxies* do sentimento.

A realização de estudos que incorporam variáveis de natureza psicológica permite monitorizar o papel que o elemento humano exerce na valorização dos ativos, o que coloca em causa a teoria da eficiência dos mercados financeiros (Fama, 1970). Por exemplo, Jansen & Nahuis (2003) demonstram uma relação positiva entre as rendibilidades das ações e as variações no sentimento do consumidor para 14 países (entre os quais Portugal).

O índice de confiança dos consumidores (ICC), apesar de ser uma variável macroeconómica, é muitas vezes espelhado na literatura como *proxy* do sentimento dos investidores, veja-se por exemplo, Schmeling (2009); Ramalho, Caleiro & Dionfsio (2011); Ben-Rephael, Kandel & Wohl (2012); Fernandes, Gama & Vieira (2013); Neves *et al.* (2016), entre outros.

Por exemplo, Schmeling (2009) realiza um estudo com o objetivo de verificar o impacto do sentimento do investidor nos mercados mais líquidos e capitalizados a nível mundial. A amostra inclui 18 países, onde constam 14 países europeus, Nova Zelândia, Japão, Austrália e EUA. O autor conclui, através do uso do ICC e do cálculo de algumas variáveis macroeconómicas de controlo, que para metade da amostra em causa, quanto maior for o sentimento mais baixos tenderão a ser os retornos futuros esperados das ações, sendo que o contrário também se verifica.

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa sexta hipótese:

H6: O ICC tem impacto na rendibilidade das ações (sem sinal definido).

3. Dados, Variáveis, Metodologia

3.1 Dados

Para testar as hipóteses colocadas na secção anterior, foram recolhidos dados de diversas fontes de informação. Em primeiro lugar foi utilizada a base de dados Ibérica, Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI)⁵ para as variáveis contabilísticas/financeiras. As variáveis de *Corporate Governance* foram obtidas e calculadas através da consulta dos Relatórios do Governo das Sociedades de cada empresa em cada ano, informação constante nos *sites* oficiais. Adicionalmente, as variáveis macroeconómicas foram conseguidas através do sítio do Instituto Nacional de Estatística (INE)⁶ e da base de dados do Banco de Portugal⁷ (BdP).

A amostra é composta por 33 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*⁸ no período compreendido entre 2007 e 2015.

Limitamos a nossa análise a empresas não financeiras, uma vez que as empresas financeiras possuem características distintivas e devem ser estudadas de forma independente (Adams & Mehran, 2003 e Sá, Neves & Gois, 2017). Também excluimos as empresas que não tinham dados completos para pelo menos cinco anos consecutivos de 2007 a 2015. Trata-se de um importante requisito na medida perdemos um ano de dados por causa da estimação do modelo em primeiras diferenças, e são necessários dados de quatro anos consecutivos para testar a correlação em série de segunda ordem, de Arellano & Bond (1991). Devemos testar a correlação em série de segunda ordem porque o nosso método de estimação, o Generalized Method of Moments (GMM) é baseado nesta suposição (Neves, 2018).

Por último, também as sociedades desportivas anónimas foram excluídas, uma vez que o seu exercício económico ocorre, geralmente, entre o dia 1 de julho até ao dia 30 de junho do ano seguinte, não coincidindo com o ano civil, ao que se junta o facto de estas sociedades apresentarem um governo societário muito diferente das restantes empresas.

⁵ SABI - Cobertura: Portugal <https://sabi.bvdinfo.com/ip> (acesso a partir do ISCAC|Coimbra business school).

⁶ Instituto Nacional de Estatística. Produto interno bruto a preços correntes. Acedido a 21 de fevereiro de 2017, disponível em <https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&x>.

⁷ Indicador de Confiança dos Consumidores. Acedido a 21 de fevereiro de 2017, disponível em <https://www.bportugal.pt/Mobile/BPStat/Serie.aspx>.

⁸ Euronext (2016). As Cotações das ações da Euronext Lisbon foram acedidas a 13 de outubro 2016, disponível em <https://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa>.

3.2 Variáveis

3.2.1. Dependente

Rendibilidade das Ações

A rendibilidade das ações é uma medida que, recorrendo a preços de mercado, e na ótica dos investidores, permite fazer uma síntese completa e sem escala de oportunidade de investimento, tendo igualmente propriedades estatísticas mais atrativas (Vieira, Henriques & Neves, 2018).

Deste modo, para calcular a rendibilidade das ações, utiliza-se a rendibilidade logarítmica, de fácil aplicação prática e usada para múltiplos períodos. A fórmula de cálculo é a seguinte:

$$Re_t = \ln(1 + R_t) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{(t-1)}}\right) = \ln(P_t) - \ln(P_{(t-1)})$$

onde Re_t é a rendibilidade de uma ação no momento t e P_t é a cotação da ação no momento t .

3.2.2. Independentes

As variáveis independentes estão de acordo com a revisão de literatura da secção 2 deste artigo e classificadas em dois grupos, internas e externas à empresa. As variáveis internas foram ainda subdivididas em variáveis contabilísticas/financeiras, como a dimensão da empresa e o seu nível de endividamento, e em variáveis de *Corporate Governance*, onde se consideraram a dimensão do conselho de administração e a *insider ownership*. Relativamente às variáveis externas, atendeu-se fundamentalmente às macroeconómicas e de sentimento do investidor, onde foram consideradas o PIB e o ICC respetivamente.

3.3 Metodologia

3.3.1. Modelo

O modelo econométrico deste estudo, baseado na literatura prévia constante da secção anterior e com as variáveis identificadas previamente, é representado da seguinte forma:

$$Re_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 CEO_{i,t} + \beta_4 BSIZE_{i,t} + \beta_5 GDP_{i,t} + \beta_6 ICC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Da regressão destacamos que:

β_0 representa a constante do modelo; β_1 a β_6 são os coeficientes das variáveis a estimar; ε_{it} é o termo aleatório do erro, sendo que i se refere a cada uma das empresas (33 no total) e t compreende o número de anos analisados (9 períodos).

Relativamente às variáveis independentes, ainda salientamos que:

A variável “SIZE” representa a dimensão da empresa de acordo com os seus ativos totais. É calculada por \ln (total de ativos), de acordo com Kumar & Singh (2012), Vintilă & Ghergina (2012) e Reyna, Vásquez & Valdés (2012); a variável “LEV” representa o *Leverage* que é o rácio de endividamento, calculado pelo rácio total passivo /total de ativos, de acordo com Brealey, Myers & Allen (2006) ou Sá, Neves & Gois (2017); CEO é uma variável *dummy* que assume valor 1 se o CEO é simultaneamente proprietário e 0 caso contrário; BSIZE designa “Board Size” e representa o número de elementos do CA de cada empresa em cada ano. É calculado pelo quadrado do logaritmo natural do número total de elementos do CA, de acordo com Chiang (2005), ou Kumar & Singh (2012); GDP é o PIB a preços correntes e ICC é o índice de confiança do consumidor.

3.3.2. Método de Estimação

O nosso modelo foi estimado utilizando a metodologia de dados em painel, que permite num único modelo agregar dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*)⁹.

Para Neves (2018), algumas das vantagens associadas à utilização desta metodologia estão associados ao controlo da heterogeneidade individual, correção da endogeneidade possibilidade de manuseamento de elevadas quantidades de informação, menor colinearidade entre variáveis e maior eficiência na estimação. De facto, ao contrário da análise *cross-section*, os dados em painel permitem controlar a heterogeneidade individual. Este ponto é crucial no nosso estudo porque rendibilidade de cada ação está intimamente relacionada com a especificidade de cada empresa. Em segundo lugar esta metodologia permite corrigir a endogeneidade (que surge pela relação de causalidade casualidade que com a variável dependente podem ter as variáveis explicativas no nosso estudo). Consequentemente, a endogeneidade pode ser um problema nos nossos modelos e por isso

⁹ Para a estimação foi usado o software GRETL (*Gnu Regression, Econometric and Time-series Library*), na versão 1.9.12

tem de ser controlada. É por isso que o modelo aqui apresentado foi estimado usando instrumentos. Especificamente, usamos todas as variáveis do lado direito do modelo com defasamentos de t-1 para as equações em níveis, como Blundell & Bond (1998) sugerem, ao derivarem o estimador *system* usado neste artigo.

3.4. Resultados

Nesta secção, são apresentados e discutidos os principais resultados da estimação do nosso modelo usando um painel dinâmico em duas fases com equações em níveis e com a variável dependente identificada na secção anterior.

Podemos verificar na Tabela 1 as estatísticas descritivas relativas a todas as variáveis do modelo.

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo.
Re	-0,124	0,395	-0,985	0,857
Lev	0,439	0,230	0,010	0,940
CEO	0,540	0,499	0	1
BSIZE	0,874	0,377	0,090	2,090
GDP	-0,213	2,020	-4,030	1,900
ICC	32,720	11,640	11,960	47,890

As variáveis utilizadas na tabela têm o seguinte significado: Re significa a rentabilidade da ação; Lev, significa leverage e representa o rácio de endividamento; CEO é uma variável *dummy* que assume valor 1 se o CEO é simultaneamente proprietário e 0 caso contrário; BSIZE representa o tamanho do conselho de administração; GDP é o PIB e o ICC representa o índice de confiança dos consumidores.

Fonte: Elaborado pelos autores, 2018.

De salientar que a média de quase todas as variáveis apresenta valores positivos, à exceção da rentabilidade das ações (Re) e do PIB (GDP). Na Tabela 2 apresenta-se a matriz das correlações.

Tabela 2: Matriz de Correlações

	Re	Lev	CEO	BSIZE	GDP	ICC
Re	1,0000					
Lev	-0,0787	1,0000				
CEO	0,0293	0,0886	1,0000			
BSIZE	0,0441	0,0603	-0,0521	1,0000		
GDP	-0,0077	-0,0209	-0,0576	-0,0649	1,0000	
ICC	-0,1087	-0,0038	0,0402	0,0719	-0,7733	1,0000

Fonte: Elaborado pelos autores, 2018.

Como se pode observar, os valores apresentados mostram que não existe correlação entre as variáveis pelo que podem ser introduzidas no modelo sem que isso afete a colinearidade potencial. O ICC e o GDP são exceção já que estão correlacionados negativamente de forma elevada. No entanto uma vez que foi usado o modelo dinâmico de Blundell & Bond (1998) com variáveis instrumentais, tal não afetou a robustez do mesmo.

De seguida, apresentam-se os resultados da estimação do modelo usando um painel dinâmico em duas fases com equações em níveis.

Tabela3-Resultados da estimação modelo dinâmico

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Z</i>	<i>valor p</i>	
const	-,9780	0,4070	-2,40	<0,016	***
SIZE	0,0219	0,0480	0,46	0,647	
Lev	0,2592	0,0790	3,28	<0,001	***
CEO	1,0125	0,2622	3,86	<0,000	***
BSIZE	0,1664	0,0526	3,16	<0,002	***
GDP	-0,0335	0,0107	-3,14	<0,002	***
ICC	-0,0843	0,0024	-3,55	<0,000	***
Sargan			24,654(33)	0,8521	
Wald			661,45 (7)	0,0000	
AR (1)			-2,79	0,0053	
AR (2)			-0,50464	0,6138	

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado constituído por 33 empresas e 244 observações. As variáveis são as previamente definidas na secção anterior. Refira-se ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O Wald teste apresenta um *p value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis. A tabela mostra que não existe nenhum problema de correlação de segunda ordem no modelo, ver AR (2).

Fonte: Elaborado pelos autores, 2018.

Assim, verificamos pela leitura da tabela que todas as variáveis são significativas, à exceção da variável tamanho podendo isto revelar que a rendibilidade das empresas é independente da sua dimensão de ativos. Deste modo não podemos corroborar a hipótese 1.

A nossa hipótese 2 contempla a possibilidade da variável de endividamento, Leverage, influenciar positiva ou negativamente a rendibilidade das ações. Como se pode perceber pela leitura da tabela, os nossos resultados mostram uma relação positiva e significativa entre as variáveis o que significa que o recurso ao endividamento pode aumentar a rendibilidade das empresas e por conseguinte o seu nível de desempenho. Os nossos resultados permitem desta forma comprovar a hipótese colocada assim como as conclusões de Bhandari (1988) ou Masulis (1983).

As nossas conclusões reforçam a literatura existente, mostrando que as características específicas das empresas (internas) são determinantes para a rendibilidade das ações especificamente no que respeita ao seu nível de endividamento. No que se refere às variáveis de *Corporate Governance*, a variável de propriedade pelo *insider* (CEO) é estatisticamente significativa e positiva. Estes resultados sugerem que se o CEO for simultaneamente proprietário (*Insider ownership* ou *managerial ownership*) haverá um aumento na rendibilidade das ações e nessa medida existe um efeito de convergência de interesses e não um *entrenchment effect* (Morck, Shleifer and Vishny, 1988). Estes resultados confirmam os resultados obtidos por Keasey & Wright (1998), Faccio & Lasfer (1999) e Fernández & Arrondo (2005), permitindo suportar a hipótese de que existe uma relação estatisticamente significativa entre o CEO simultaneamente proprietário e a rendibilidade das ações e corroborar a hipótese proposta (H3).

Do mesmo modo, a variável que considera a dimensão do conselho de administração, BSIZE, permite-nos avaliar a relação existente entre o número de elementos do CA e a rendibilidade das ações. Esta variável apresenta um coeficiente estatisticamente significativo positivo, indicando que, quanto maior o número de elementos do CA, maior será a rendibilidade das ações. Estes resultados suportam a nossa hipótese 4 e estão de acordo com os obtidos por Daily, Dalton & Cannella (2003) e Drobetz, Schillhofer & Zimmermann (2004). Pelo disposto facilmente se deduz que as variáveis de *Corporate Governance* são determinantes no desempenho das empresas Portuguesas a par das variáveis específicas/internas à própria empresa.

Relativamente a fatores externos e que as empresas não podem controlar, verificamos pela análise da tabela que o PIB (GDP) apresenta um coeficiente negativo e significativo, sugerindo que para além das características específicas de cada empresa e das características institucionais de *governance*, há fatores externos que influenciam a rendibilidade das ações.

Na medida em que o PIB é uma medida da saúde económica de um país, seria de esperar que quanto maior fosse, melhor o nível de desempenho empresarial, medido aqui pela rendibilidade das ações. No entanto e dado que a média desta variável apresenta valores negativos, nos anos da amostra, tal pode justificar o sinal contrário aqui obtido.

Por fim, relativamente ao *proxy* que captura o sentimento dos investidores (ICC), verificamos que o coeficiente desta variável é negativo e estatisticamente significativo, o que significa que, apoiados na teoria das finanças comportamentais, há uma parte não racional na determinação da rendibilidade das ações (Fernandes, Gama & Vieira 2013, ou Neves *et al.* 2016, entre outros). Desta forma corroboramos a nossa hipótese 6 seguindo Schmeling (2009).

4. Conclusões

Este estudo teve como objetivo analisar os determinantes da rendibilidade das ações de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Para a concretização do mesmo foi necessário utilizar variáveis que classificámos como variáveis internas e externas às empresas. O primeiro grupo incluiu variáveis contabilísticas/financeiras e variáveis de *Corporate Governance*. O segundo grupo incluiu variáveis macroeconómicas e uma *proxy* que captura o sentimento do investidor no mercado. A disponibilidade de informação contabilística/financeira e societária permitiu-nos seleccionar uma amostra constituída por 33 empresas para o período de 2007 a 2015. Através da metodologia de dados em painel os nossos resultados mostraram que as variáveis contabilísticas/financeiras, as de *Corporate Governance* e as variáveis externas à empresa são determinantes na explicação da rendibilidade das ações. Especificamente, os resultados do nosso modelo mostram uma relação positiva entre o nível de endividamento e a rendibilidade das ações. Adicionalmente, o facto do CEO da empresa ser simultaneamente proprietário também influencia positivamente a rendibilidade assim como o tamanho do conselho de administração. Esta conclusão pode ser interessante na medida em que Portugal é caracterizado como um país de sistema legal civil em que a concentração de propriedade é elevada e a proteção ao investidor é ainda frágil.

No que respeita às variáveis macroeconómicas, os resultados sugerem que o PIB apresenta uma influência negativa na rendibilidade das ações, no entanto o período da amostra

contempla um largo ciclo de crise económica e financeira do país seguido de um outro momento de crise de dívida soberana, o que determinou que a média deste indicador fosse negativa podendo ter sido este o motivo do sinal obtido. Por último, o índice de confiança do consumidor, utilizado como *proxy* do sentimento dos investidores, tem impacto na rendibilidade das ações sugerindo uma componente de não racionalidade na determinação dos níveis de desempenho no tecido empresarial português. Tal significa que a par da teoria financeira tradicional devem ser considerados outros fatores, psicológicos, na determinação da rendibilidade das ações apoiando a teoria das finanças comportamentais.

Este artigo poderá ser útil a todos os interessados nos mercados de capitais e contribui para um enriquecimento dos conhecimentos na área da rendibilidade das ações, acrescentando algum valor aos vastos estudos já existentes, tanto a nível nacional, como internacional.

A principais limitações na elaboração deste artigo relacionaram-se com a falta de dados disponíveis e a necessidade de tratamento de *outliers e valores omissos*, o que condicionou o tamanho da amostra. Por isso mesmo, propomos como linhas de investigação futura o alargamento da amostra a outros países com diferentes características institucionais, países *common law* e *civil law*, assim como um alargamento do período temporal de forma ser possível a identificação clara de vários momentos *bull* e *bear markets*.

Bibliografia

- Acikalin, S., Rafet, A., & Seyfettin, U. (2008). Relationships between stock markets and macroeconomic variables: an empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(1), 8-16.
- Adami, R., Gough, O., Muradoglu, Y. G., & Sivaprasad, S. (2015). How does a Firm's Capital Structure affect Stock Performance? *Frontiers in Finance and Economics*, 12(1), 1-31.
- Adams, R., & Mehran, H. (2003). Is Corporate Governance Different For Bank Holding Companies? *Economic Policy Review (19320426)*, 9(1), 123.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies* 58, pp. 277-297
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21, 129-151.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barber, B., & Lyon, J. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41, 359-399.
- Bennedsen, M., Kongsted, H., Nielsen, K. (2008). The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(6), 1098-1109.
- Ben-Rephael, A., Kandel, S., & Wohl, A. (2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 104, 363-382.
- Bhandari, L. C. (1988). Debt/Equity ratio and expected common stock returns: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 43(2), 507-528.
- Black, B. S., Carvalho, A. G., D., & Gorga, E. (2012). What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and Other BRIK Countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998), Initial conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models, *Journal of Econometrics* 87, pp.115-144.

- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Corporate Finance*. Nova Iorque: McGraw-Hill.
- Brown, G., & Cliff, M. (2004). Investor Sentiment and the near-term Stock Market. *Journal of Empirical Finance*, 1(2), 1–27.
- Brown, G., & Cliff, M. (2005). Investor sentiment and asset valuation, *Journal of Business* 78, 405–440.
- Brown, L. D., & Caylor, L. M. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 22(7), 1-52.
- Chen, C., Guo, W., & Mande, V. (2003). Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), 267–283.
- Chiang, H. (2005). Na Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 6(1), 95-101.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87(82), 329-356.
- Conyon, M., & Peck, S. (1998). Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. & Cannella, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of dialogue and data. *The academy of Management Review*, 3, 371-382.
- Drew, M., Naughton, T., & Madhu, V. (2003). Firm-size, book-to-market equity and security returns: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Australian Journal of Management*, 28(2), 119-140.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann., H. (2004). Corporate Governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Duca, G. (2007). The Relationship Between the Stock Market and the Economy: Experience from International Financial Markets. *Bank of Valletta Review*, 36, 1-12.

- Dutta, A., Bandopadhyay, G., & Sengupta, S. (2012). Prediction of stock performance in the Indian Stock Market using logistic regression. *International Journal of Business and Information*, 7(1), 105-136.
- Easterday, K.E., Sen, P. K., & Stephan, J. (2009). The persistence of the small firm/January effect: Is it consistent with investors learning and arbitrage efforts? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1172-1193.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Faccio, M., & Lasfer, M. (1999). Managerial ownership, board structure and firm value: The U.K. evidence. SSRN Working Paper.
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation and money. *American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Fama, E., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E., & French, K. (1992). The cross section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Farinha, J. (2003). Corporate Governance: A survey of the Literature. Universidade do Porto, Faculdade de Economia Discussion Paper.
- Fernandes, C., Gama, P., & Vieira, E. (2013). Does sentiment matter for stock market returns? Evidence from a small European market. *Journal of Behavioral Finance*, 14, 253-267.
- Fernández, C., & Arrondo, R. (2005). Alternative internal controls as substitutes of the Board of Directors. *Corporate Governance: An Internacional Review*, 13 (6), 856-866.
- Fisher, K.L. & Statman, M. (2000). Investor sentiment and stock returns, *Financial Analysts Journal* 56, 16–23.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A., & Zhang, J. (2006). Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 89-101.
- George, T. J., & Hwang, C. Y. (2010). A Resolution of the Distress Risk and Leverage Puzzles in the Cross Section of Stock Returns. *The Journal of Financial Economics*, 96(1), 56-79.

- Gunsel, N., & Cukur, S. (2007). The effects of macroeconomic factors on the London Stock returns: a sectoral approach. *International Research Journal of Finance and Economics*, 10, 140-152.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Icke, B., Icke, M.A., & Ayturk, Y. (2011). Corporate Governance and stock returns in Istanbul Stock Exchange. *Journal of Accounting and Finance*, 11(2), 128-138.
- Jansen, W. J., & Nahuis, N. J. (2003). The stock market and consumer confidence: European evidence. *Economic Letters*, 79, 89-98.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control System. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaul, G. (1987). Stock returns and inflation: The role of monetary sector. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 253-276.
- Keasey K., & Wright, M. (1998). Corporate Governance, responsibilities, risks and remuneration. *Managerial Auditing Journal*, 13(6), 390.
- Keim, D. B. (1983). Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 13-32.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2003). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 195, 1-26.
- Kühl, M., Cherobim, A., & Santos, A. (2008). Contabilidade gerencial e mercado de capitais. O preço das ações em mercado é mais bem explicado por indicadores internos da empresa ou por indicadores externos? *Revista Capital Científico*, 6(1), 145-164.
- Kumar, N., & Singh, J. (2012). "Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(2), 39-55.
- Lee, C.M.C., Shleifer, A. & Thaler, R.H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle, *Journal of Finance* 46, 75-109.

- Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- Liu, M., & Shrestha, K. (2008). Analysis of the long-term relationship between macro-economic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration. *Journal of Managerial Finance*, 34(11), 744-755.
- Mak, Y., & Kusnadi, Y. (2005). Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318.
- Masulis, R. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firms Value: Some Estimates. *Journal of Finance*, 38(1), 107-126.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20 (12), 293-315.
- Neves, E. (2018), Payout and firm's catering, *International Journal of Managerial Finance*, 14 (1), pp.2-22.
- Neves, E., Gonçalves, D., Ribeiro, M., Feiteira, P., & Viseu, C. (2016). Relação unidirecional entre confiança do consumidor e rentabilidade do PSI-20 – Influência do ciclo económico. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 27(72), 363-377.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2000). The causal relationship between insider ownership, owner identity and market valuation among the largest European companies. Copenhagen Business School. Working Paper.
- Penman, S. H., Richardson, S. A., & Tuna, İrem. (2007). The Book-to-price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage. *Journal of Accounting Research*, 45, 1-62.
- Ramalho, E. A., Caleiro, A., & Dionfsio, A. (2011). Explaining consumer confidence in Portugal. *Journal of Economic Psychology*, 32(1), 25-32.
- Reinganum, M. R. (1983). The anomalous stock market behavior of small firm in January: Empirical tests for tax-loss selling effects. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129-176.
- Requejo, S. (2000). Determinantes fundamentales de la rentabilidad de las acciones. *Revista Española e Financiación y Contabilidad*, 29(106), 1015-1031.
- Reyna, J., Vásquez, R., & Valdés, A. (2012). Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico. *International Business Research*, 5 (11), 12-27.

- Ribeiro, A., & Quesado, P. (2017). Fatores Explicativos da Rendibilidade Anormal Anual das Ações. *European Journal of Applied Business and Management, Special Issue*, 109-126.
- Roll, R. (1983). The turn of year effect and the return premia of small firms. *Journal of Portfolio Management*, 9(2), 18-28.
- Rutledge, W. R., & Karim, K. (2008). Is there a size effect in the pricing of stocks in the Chinese stock markets? The case of bull versus bear markets. *Asia Pacific Finance Markets*, 15, 117-133.
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 841-878.
- Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16, 394-408.
- Shah, H. C. (1989). Stock returns and anticipated aggregate real activity. Universidade de Chicago, Graduate School of Business.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113-126.
- Shleifer, A., & Summers, L. (1990). The Noise Trader Approach to Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19-33.
- Vieira, E., Henriques, A., & Neves, E. (2018). Fatores Determinantes do Desempenho das Empresas Portuguesas. (XXVIII Jornadas Luso-espanholas de Gestão Científica-Guarda).
- Vintilă, G., & Gherghina, S. (2012). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies' Performance. *International Journal of Business and Management*, 22 (7), 46-60.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 185-211.

How to cite this article:

Neves, M.E., Sousa, M., & Barbosa, C. (2018). Determinantes da rentabilidade das ações: um estudo de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*. 4 (7), 117-142. Disponível em <http://u3isjournal.isvoug.pt/index.php/PJFMA>