



Motivos para o lançamento de ofertas públicas iniciais em Portugal

João Duque; Lígia Febrá ISEG - Universidade Técnica de Lisboa - ISCTE - Instituto Superior de Economia e Gestão

resumo

resumé / abstract

O acesso a novas formas de financiamento, o aumento da liquidez das acções, o aumento da eficiência da monitorização da empresa, o aumento da notoriedade, o aumento do tipo de incentivos à disposição da empresa para estimular os empregados, a sobrevalorização das acções no longo prazo, e a redução do custo de capital são as principais razões sugeridas pela literatura para as empresas lançarem uma Oferta Pública Inicial (OPI).

Para a identificação das razões para o lançamento de uma OPI em Portugal recorremos à análise factorial de componentes principais utilizando três amostras para um período de 12 anos. Uma das amostras é constituída por 71 empresas cotadas, outra por 32 empresas não cotadas, e a outra constituída pela totalidade das empresas.

Os resultados sugerem que as empresas portuguesas efectuam OPI's com vista ao acesso a uma nova forma de financiamento e ao consequente equilíbrio da sua estrutura de capital com recurso a um mais baixo custo do crédito. As empresas ao lançarem a OPI pretendem aumentar a sua notoriedade com o objectivo de obterem melhores resultados no mercado do produto.

L'accès à de nouvelles formes de financement, l'augmentation de la liquidité des actions, l'augmentation de l'efficacité de la surveillance de l'entreprise, l'augmentation de la notoriété, l'augmentation de types d'encouragements à la disposition de l'entreprise pour stimuler les employés, la survalor des actions à long terme et la réduction du coût de capital sont les principales raisons suggérées par la littérature pour que les entreprises

lancent une Offre Publique Initiale (OPI).

Pour identifier les raisons pour lesquelles une OPI est lancée au Portugal, nous avons fait recours à l'analyse factorielle de composants principaux utilisant trois échantillons pour une période de 12 ans. Un des échantillons est constitué par 71 entreprises cotées, l'autre par 32 entreprises non-cotées et le dernier est constitué par la totalité des entreprises.

Les résultats suggèrent que les entreprises portugaises effectuent des OPI en vue de l'accès à une nouvelle forme de financement et au conséquent équilibre de leur structure de capital ayant recours à un coût de crédit plus bas. En lançant une OPI, les entreprises veulent augmenter leur notoriété avec l'objectif d'obtenir de meilleurs résultats dans le marché du produit.

New forms of funding, the increase on liquidity for equity shares, the increase on the monitoring of firms efficiency, growth, the increased number of ways to stimulate employees, the long run performance and the reduction on the cost of capital are the main reasons suggested in the literature for why companies go public.

In order to identify possible reasons for launching Initial Public Offering (IPO) in Portugal, we've used the main component factor analysis' methodology applied to a sample of 103 companies using data of a 12 years period. The database was also split up into two sub-samples: one with 71 public companies and the other one with 32 private companies.

The results suggest that the Portuguese companies launch IPO in order to access to a new form of financing and, consequently, to balance their capital structure based on a lower cost of credit. After launching the IPO, companies seem to aim the increase of public notoriety and to obtain better results in the market of their products.

1. Introdução*



A emissão de valores mobiliários é, por um lado, uma das formas que as empresas e os organismos públicos têm para obter os recursos de que necessitam, e por outro, um meio que permite aos investidores diversificarem os seus investimentos e reverem a composição das suas carteiras. Uma vez que a existência de recursos disponíveis para financiar a formação e a reposição do capital é indispensável para promover e manter o crescimento económico de um país, o mercado de capitais desempenha, potencialmente, um papel fundamental na economia de um país. No entanto, de acordo com os resultados de um estudo elaborado por Mello (1994), a principal fonte de financiamento das empresas na maioria dos países¹ incluídos na amostra, são o autofinanciamento, seguida do crédito bancário. Nesse estudo é evidenciada a reduzida contribuição do mercado de acções para o financiamento do sector empresarial não financeiro em todos os países analisados. Nesse sentido, é importante identificar as razões para o lançamento de uma OPI², isto é, as razões que conduzem uma dada entidade a efectuar pela primeira vez um lançamento de uma proposta, a qual dá a possibilidade, a um universo alargado de pessoas, de adquirir acções representativas do seu capital social, sob determinadas condições (Ritter, 1997).

O objectivo deste trabalho é, por isso, identificar as razões para o lançamento de uma OPI em Portugal, tendo como ponto de partida as razões apontadas pela generalidade dos artigos que debatem o tema, tais como: o aumento do capital como via para o crescimento; a obtenção de liquidez; uma forma de reter os empregados-chave e alcançar notoriedade perante clientes, fornecedores e terceiros.

Tendo em atenção o nosso objectivo iremos de seguida proceder a uma breve revisão da literatura existente acerca das potenciais vantagens e desvantagens de uma OPI, de modo a lançar pistas indicadoras das razões para o seu lançamento. Posteriormente apresentaremos a metodologia a utilizar para a identificação das razões para o lançamento de uma OPI e os dados a utilizar no estudo. Analisaremos, também, os resultados obtidos e efectuaremos uma síntese das principais conclusões obtidas no trabalho.

2. Breve Revisão da Literatura

As razões para o lançamento de uma OPI, constituem um tema ainda pouco estudado, pelo menos na sua análise global. Para percebermos melhor o problema iremos de seguida identificar isoladamente as potenciais vantagens e desvantagens de uma OPI do ponto de vista da empresa emitente.

2.1. Vantagens das Ofertas Públicas Iniciais

O acesso a uma nova forma de financiamento com vista ao crescimento é, segundo Röel (1996), a principal razão citada pelas empresas que efectuam OPI's. O influxo de capital que entra na empresa através da OPI e das ofertas subsequentes, para além de não necessitar de ser reembolsado, melhora o rácio de endividamento, o que permite à empresa aceder a empréstimos bancários com maior facilidade. É de realçar que este benefício pode, também, ser alcançado através de capitais privados. No entanto, de acordo com Pagano *et al.* (1996), uma empresa cotada já consegue só por si obter empréstimos em melhores condições financeiras.

Tal como refere Ritter (1997), uma empresa que efectua uma OPI aumenta a liquidez das suas acções, e por esse motivo tende a ser mais valorizada do que as empresas que não têm acções cotadas. Esta valorização deriva essencialmente de dois factores, por um lado, de acordo com

* Os autores agradecem os comentários e sugestões efectuadas por dois *referees* anónimos.

1 Os países que fizeram parte deste estudo foram a Espanha, a Itália, a França, o Canadá, o Japão, os Estados Unidos da América, a Suécia, a Finlândia e Portugal.

2 Sempre que nos referirmos a uma OPI estamos a referir-nos a uma OPI de acções.



Maug (1998), a liquidez do mercado permite aos investidores venderem e comprarem acções mais facilmente, por outro, segundo Holmström e Tirole (1993), como o preço das acções incorpora informação acerca do desempenho da empresa, e sendo a quantidade de informação contida no preço dependente da liquidez de mercado, quanto maior a liquidez do mercado maiores serão os incentivos dos gestores para obterem um bom desempenho.

Segundo Burkart *et al.* (1997), uma estrutura de propriedade concentrada conduz a excessiva monitorização e à diminuição da iniciativa de gestão. Por esse motivo, a estrutura de propriedade ideal envolve, geralmente, alguma medida de dispersão (*free float*) a qual pode ser obtida pelas empresas através da admissão das suas acções no mercado de cotações.

O facto de as empresas com acções cotadas terem as suas acções dispersas pelo público transmite maior confiança e notoriedade ao mercado, o que lhes permite obter novos clientes, segurança financeira e expandir os seus negócios. Stoughton *et al.* (1998) mostraram que o motivo das empresas pretenderem ter acções cotadas em bolsa pode ser racionalizado por um modelo de interacções entre o mercado do produto e o mercado financeiro, uma vez que através do preço das acções, os consumidores podem apreender a qualidade do produto. Desta forma, os autores encontraram uma relação positiva entre as vendas e a realização de uma OPI, não porque um elevado valor de vendas conduza a uma OPI, mas sim pela razão inversa.

Uma OPI dá à empresa a oportunidade de oferecer acções com maior liquidez, ou opções sobre acções, aos seus vendedores, fornecedores, gestores e empregados, de modo a que estes possam partilhar o seu sucesso e se sintam mais motivados para o alcançarem. De acordo com um estudo de Park *et al.* (1995), oferecer acções aos empregados tem um efeito positivo no desempenho da empresa como um todo. Aparentemente, este tipo de incentivos não pode ser alcançado nas empresas de capital fechado, dado que os empregados não desejam estar dependentes de um grupo de accionistas com um controlo absoluto sobre o capital da empresa. Antes, desejam ter a possibilidade de, a qualquer momento, poderem vender as suas acções nas melhores condições, o que só garantem através da existência de um mercado líquido (proporcionado pela admissão à cotação).

Uma das três anomalias normalmente citadas na literatura financeira associadas às OPI's é o desempenho abaixo da média observado no longo prazo. Isto é, através de uma análise da taxa de rentabilidade de longo prazo, as OPI's parecem ser sobrevalorizadas. De acordo com Ritter (1991) o facto de as OPI's apresentarem um desempenho abaixo da média³, implica que os custos de aumentar o capital via OPI's não são tão elevados como eventualmente se poderia supor, uma vez que os elevados custos de realização de uma OPI, tais como comissões, subvalorização, etc., referidos por diversos autores e apresentados mais adiante neste trabalho, são parcialmente compensados pela baixa taxa de rentabilidade realizada no longo prazo.

2.2. Desvantagens das Ofertas Públicas Iniciais

Existe um fenómeno conhecido e amplamente documentado relacionado com as OPI's que se prende com a obtenção de elevadas taxas de rentabilidade iniciais por parte dos investidores. Este fenómeno da subvalorização das OPI's tem sido objecto de muito estudo, por exemplo Ritter (1987), e verifica-se na generalidade dos países com mercado de capitais. No entanto, a percentagem de subvalorização varia de país para país. Em Portugal, o fenómeno da subvalorização foi estudado por Almeida e Duque (2002), para um conjunto de 28 empresas que efectuaram OPI's no período 1992-98⁴. Os autores concluíram que a subvalorização das OPI's na Bolsa de Valores de Lisboa é extremamente significativa, sendo em média a taxa de rentabilidade inicial (compra na OPI e manutenção após um ano) de 20,48% ou 47,11% conforme se construa, respectivamente, uma carteira em iguais proporções de cada activo ou ponderada pela capitalização bolsista. A grande questão que se coloca é a de saber porque é

3 Embora existam alguns autores que coloquem em causa esta ideia devido a problemas metodológicos.

4 Este trabalho suporta a redução da janela de observações ao período posterior a 1992 no estudo de Mello (1994).

que os proprietários iniciais (agentes racionais) vendem acções a pessoas externas à empresa a um preço inferior ao seu valor.

Efectuar uma OPI implica consideráveis custos directos: comissões de subscrição, comissões de registo, certificação e disseminação da informação contabilística, etc. Uma vez que muitas destas despesas não aumentam proporcionalmente com a dimensão da OPI, elas pesam relativamente mais nas empresas pequenas.

Se, por um lado, a informação que as empresas que efectuam uma OPI são obrigadas a disponibilizar pode trazer vantagens (no sentido em que confere valor à empresa), por outro lado, como é referido por Hare (1994), conduz à perda da sua privacidade.

De acordo com Pagano e Röel (1998), as empresas que efectuam uma OPI não podem ter nos seus estatutos restrições relativamente a potenciais transferências de acções. Como resultado, essas empresas ficam vulneráveis a alterações na composição da sua estrutura accionista. De acordo com Maug (1996), os proprietários de empresas não cotadas têm significativos benefícios derivados do controlo, aos quais têm de renunciar quando investidores externos adquirem a maior parte da sua empresa.

3. Metodologia e Dados

A análise factorial das componentes principais é um método estatístico multivariado que permite transformar um conjunto de variáveis iniciais correlacionadas entre si, noutro conjunto com um menor número de variáveis não correlacionadas e designadas por componentes principais, que resultam de combinações lineares das variáveis iniciais. As componentes principais são determinadas por ordem decrescente de importância, sendo a última componente a que menor contribuição dá para a explicação da variância total dos dados iniciais. A interpretação de cada componente é feita com base nos pesos das variáveis que a compõem.

3.1. Procedimentos a seguir para a identificação das componentes principais

Efectuaremos a identificação das componentes principais através de cinco fases sequenciais, a saber:

1. Antes de iniciarmos a análise das componentes principais propriamente dita, efectuaremos uma análise ao enviesamento da distribuição para cada variável individualmente.

Uma vez que as componentes principais são apenas dependentes da matriz de covariâncias não necessitam, para a sua construção, do pressuposto da normalidade multivariada. No entanto, de acordo com Pestana e Gageiro (1998), as distribuições muito enviesadas podem distorcer os resultados e por isso torna-se útil a realização prévia do teste à normalidade.

2. Na segunda fase iremos estimar a matriz de correlações entre as variáveis e testar a validade da aplicação da análise de componentes principais.

Para testar a validade da aplicação deste tipo de análise procederemos a três tipos de testes, o teste de esfericidade de *Bartlett*, a análise da estatística de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) e a análise da matriz anti-imagem.

A matriz anti-imagem é uma medida da adequação amostral de cada variável para a aplicação da análise de componentes principais, onde pequenos valores na diagonal levam a considerar a eliminação da variável.

3. A terceira fase consiste na extracção dos factores. De entre os vários métodos de extracção iremos utilizar o das componentes principais. Nesta fase procederemos, também, à determinação do número das componentes necessárias para representar adequadamente os dados originais, através do critério de Kaiser⁵ (valor próprio superior a um).

5 De acordo com Reis (1997), o critério de *Kaiser* consiste na exclusão das componentes cujos valores próprios sejam inferiores à média, isto é, menores que um se a análise for feita a partir de uma matriz de correlações.



4. De modo a que cada variável seja associada apenas a uma componente principal e dessa forma seja mais fácil a interpretação, procederemos à rotação das componentes principais⁶ através do método *Varimax*⁷.

5. A última fase tem como objectivo determinar o valor que as componentes principais têm para cada variável, ou seja, construir a matriz dos "scores". Para a estimação dessa matriz utilizaremos o método de regressão.

3.2. Aplicação da análise das componentes principais à identificação das razões para o lançamento de uma OPI em Portugal

Para a identificação das razões para o lançamento de uma OPI em Portugal através da análise de componentes principais iremos utilizar três amostras. Uma amostra constituída por empresas que efectuaram uma OPI, outra por empresas não cotadas — mas que apresentavam os requisitos mínimos para efectuar uma OPI⁸, durante todo ou parte do período em análise — e a outra constituída pelo conjunto de todas as empresas. A metodologia usada neste artigo é inspirada em Pagano *et al.* (1996).

Tendo como objectivo a detecção dos motivos das OPI's, através da identificação e distinção das características das empresas cotadas e não cotadas, e com base na revisão da literatura definimos como variáveis a analisar as que apresentamos de seguida:

CV — representa o crescimento da empresa, e é medida pela taxa de crescimento das vendas. O objectivo da inclusão desta variável prende-se com a ideia expressa por Röel (1996) de que as empresas lançam OPI's para financiar o seu crescimento e, por outro lado, segundo Stoughton *et al.* (1998) existe uma relação positiva entre as vendas e a realização de uma OPI;

IRO — representa os impostos, e é determinada pelo rácio entre o imposto a pagar e o valor dos resultados operacionais. A inclusão desta variável tem como objectivo detectar se as empresas cotadas pagam mais impostos — por serem cotadas — do que as empresas não cotadas;

ROA — representa a rentabilidade do activo da empresa, e é medida pelo rácio entre o resultado líquido e o total do activo. Incluímos esta variável com objectivo de verificar se o lançamento de uma OPI conduz ao aumento de rentabilidade como é defendido, entre outros, por Stoughton *et al.* (1998) e por Holmström e Tirole (1993);

E — representa o endividamento da empresa, e é determinada através do rácio entre o total de capitais alheios e os capitais totais. Incluímos esta variável na análise pelo facto de alguns autores, em particular Röel (1996), considerarem que o influxo de capital que entra nas empresas através das OPI's e das ofertas subsequentes melhora o rácio de endividamento;

CC — representa o custo relativo do crédito a preços reais para a empresa, e é determinada pela seguinte expressão:

$$CC = \left\{ \left[\frac{\text{juros suportados}}{\text{Capital alheio}} + 1 \right] / (1 + \text{taxa de inflação}) \right\} - 1$$

A utilização desta variável na análise resultou do facto de Pagano *et al.* (1996), entre outros autores, considerarem que uma empresa que efectua uma OPI consegue obter empréstimos em melhores condições;

6 A rotação das componentes principais permite encontrar um novo conjunto de coeficientes de correlação das variáveis para cada componente. A proporção de variância explicada para cada uma das componentes mantém-se constante, apenas se distribui de modo diferente para que sejam maximizadas as diferenças entre as contribuições das variáveis.

7 O método *varimax* consiste em fazer a rotação ortogonal dos eixos que medem os coeficientes de correlação entre cada variável e a componente principal.

8 Para a selecção das empresas considerámos os requisitos do montante mínimo de capital próprio e os dois anos completos de exercício efectivo de actividade referidos no regulamento 91/6 da CMVM.

I — representa o investimento em imobilizado corpóreo, e é determinada através do rácio entre o imobilizado corpóreo e o activo total. A justificação para a inclusão desta variável resulta da ideia de que as empresas efectuam OPI's com vista a obter financiamento para efectuarem investimentos (ver por exemplo Röel (1996));

IFA — representa o investimento em activos financeiros, e é determinada através do rácio entre os investimentos financeiros e o activo total. A razão da inclusão desta variável na análise é idêntica à da variável anterior;

Para cada variável e para cada empresa em estudo iremos utilizar o valor médio dos dados observados no período em análise. Relativamente à terceira amostra incluímos, adicionalmente, uma variável *dummy* que toma o valor zero no caso da empresa ser cotada, e um no caso contrário.

O objectivo desta aplicação é interpretar as componentes principais de cada amostra em análise, comparando-as, por forma a retirarmos conclusões acerca das razões para o lançamento de uma OPI em Portugal. Isto é, o objectivo primordial desta metodologia é verificar se existem diferenças significativas nas componentes principais referentes aos dados relativos ao desempenho das empresas cotadas e das empresas não cotadas.

3.3. Apresentação da amostra em estudo

A amostra das empresas cotadas é composta por 71 empresas portuguesas (26 das quais efectuaram a OPI no período em análise) e a amostra das empresas não cotadas por 32 empresas (ver Anexo). Não foram incluídas na amostra instituições bancárias e seguradoras devido às diferenças da natureza dos factos patrimoniais.

As observações referem-se ao período compreendido entre o ano de 1986 e o ano de 1998. De salientar que este período não foi utilizado para todas as empresas, uma vez que, por diversas razões, nem sempre foi possível a obtenção das demonstrações financeiras para as várias empresas para todo o período em análise. As demonstrações financeiras das empresas que efectuaram uma OPI foram recolhidas no centro de documentação da Bolsa de Valores de Lisboa ou junto das empresas, via correio físico e/ou electrónico. A selecção das empresas que não efectuaram uma OPI, foi efectuada com base na publicação "500 Maiores & Melhores Empresas de Portugal no ano de 1999" apresentadas pela revista Exame, e que responderam satisfatoriamente ao nosso pedido de informação contabilística, bem como satisfaziam os requisitos mínimos para efectuar uma OPI⁹

4. Resultados da identificação dos determinantes de uma OPI, com base na análise factorial das componentes principais

Neste ponto, subdividido em três partes, apresentamos os resultados da aplicação da análise factorial das componentes principais às três amostras em estudo. Os resultados apresentados foram obtidos através da utilização do programa estatístico SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*).

4.1. Resultados da aplicação da análise factorial das componentes principais à amostra de empresas cotadas

Como descrito no ponto 3, antes de iniciarmos a análise das componentes principais testámos a normalidade da distribuição para cada variável em análise. Os resultados obtidos estão apresentados no Quadro 1.

⁹ A percentagem de respostas face ao número de pedidos foi de, aproximadamente, 16%.

58

59



Quadro 1 – Resultados do teste à normalidade referente à amostra das empresas cotadas

Variáveis	Kolmogorov – Smirnov (com a correcção de Lilliefors) ¹⁰		
	Estatística	df	Probabilidade
CC	0.1477	71	0.0005
CV	0.4185	71	0.0000
E	0.0904	71	> 0.2000
I	0.0910	71	> 0.2000
IFA	0.1407	71	0.0014
IRO	0.1057	71	0.0476
ROA	0.1901	71	0.0000

Dos resultados obtidos depreendemos que, para um nível de significância de 1%, apenas para as distribuições das variáveis *E*, *I* e *IRO* não se rejeita a hipótese nula. No entanto, uma vez que para a construção das componentes principais não é necessário o pressuposto de normalidade, não iremos proceder a qualquer transformação dos dados¹¹.

A matriz das correlações obtida está apresentada no Quadro 2 e mede a associação linear entre as variáveis através do coeficiente de correlação de *Pearson*. Para se poder aplicar a análise factorial das componentes principais as correlações entre as variáveis devem ser significativas. O Quadro 3 apresenta a significância estatística associada à correlação linear entre as variáveis.

Quadro 2 – Matriz das correlações lineares entre as variáveis referente à amostra de empresas cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC	1.00000						
CV	-0.08374	1.00000					
E	-0.09598	-0.17915	1.00000				
I	-0.15366	-0.05514	-0.37412	1.00000			
IFA	-.12622	-0.02224	-0.01641	-0.01889	1.00000		
IRO	-0.03902	-0.11267	-0.23493	0.03241	0.09199	1.00000	
ROA	-0.17383	0.26348	-0.23971	-0.00463	-0.07606	0.32440	1.00000

Para um nível de significância de 5%, apenas a correlação linear entre as variáveis investimento (*I*) e endividamento (*E*) é significativa¹². Por esse motivo podemos concluir que, ao contrário do

10 Para analisarmos a normalidade da distribuição, utilizámos o teste não paramétrico de *Kolmogorov – Smirnov*, com correcção de *Lilliefors*. As hipóteses deste teste são:

H0: A distribuição é normal

H1: A distribuição não é normal

Se a probabilidade associada à estatística for superior ao nível de significância não se rejeita a hipótese nula, isto é, não se rejeita a hipótese da distribuição ser normal.

11 Para além disso, como a dimensão da amostra é elevada ($n > 30$) é possível admitirmos, quando aplicável o teorema do limite central.

12 De acordo com *Pestana e Gageiro (1998)*, as correlações significativas ao nível de 5%, devem ter uma probabilidade inferior a $(0,05/n \cdot \text{correlações})$. Neste caso, o número de correlações é igual a 21 $(7 \times 7 - 7)/2$, onde 7×7 dá o número de elementos da matriz das correlações, a que retiramos 7 elementos da diagonal e dividimos o resultado anterior por 2, uma vez que a matriz é simétrica. Sendo assim, as correlações significativas têm associada uma probabilidade inferior a 0,0023809 (0,05/21).

Quadro 3 – Matriz de significância das correlações lineares entre as variáveis referente à amostra de empresas cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC							
CV	0.24375						
E	0.21295	0.06747					
I	0.10038	0.32394	0.00065				
IFA	0.14712	0.42698	0.44597	0.43788			
IRO	0.37331	0.17476	0.02430	0.39422	0.22273		
ROA	0.07356	0.013218	0.02203	0.48473	0.26420	0.00289	

que seria de esperar, maiores níveis de investimento conduzem a menores níveis de endividamento.

O Quadro 4 apresenta os resultados do teste de *Bartlett* e a estatística KMO para analisar a validade da aplicação da análise factorial a esta amostra. Através dos resultados apresentados podemos verificar que as conclusões dos dois testes são contraditórias. Analisando através da estatística KMO verificamos que é inaceitável a aplicação da análise factorial aos dados em análise ($KMO < 0,5$), resultado que seria de esperar após a análise da significância estatística das correlações entre as variáveis. No entanto, analisando através do teste de esfericidade de *Bartlett* rejeitamos a hipótese nula e por isso consideramos aplicável a análise factorial de componentes principais, para um nível de significância de 1%.

Quadro 4 – Resultados dos testes de validade da aplicação da análise factorial à amostra das empresas cotadas

Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	0.41229
Teste de esfericidade de Bartlett	
χ^2	46.31293
df	21
Probabilidade	0.00116

Apesar do teste de esfericidade de *Bartlett* requerer que os dados provenham de uma amostra normal, o que não é o caso para a maioria das variáveis em análise, a matriz anti-imagem, apresentada no Quadro 5, apresenta valores na diagonal que variam entre 0,30548 e 0,49073 os quais, apesar de não serem muito elevados, indiciam que podemos aplicar a metodologia de análise factorial.

Por isso prosseguiremos a análise na tentativa de obter resultados que satisfaçam o objectivo do estudo.

No Quadro 6 apresentamos os dados após a extracção dos factores, pelo método da componentes principais, após a determinação do número de componentes principais a reter, pelo critério de *Kaiser*¹³, e após a sua rotação através do método *varimax*.

13 O critério de *Kaiser*, de acordo com Reis (1997), produz soluções credíveis quanto ao verdadeiro número de componentes principais, se o número de variáveis em análise é relativamente reduzido (o que é o caso) ou

60
61

Quadro 5 – Matriz anti-imagem referente à amostra das empresas cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC	0.30548						
CV	0.09289	0.37762					
E	0.24419	0.21763	0.43959				
I	0.25060	0.14349	0.43772	0.36365			
IFA	0.16009	-0.00412	0.05995	0.06835	0.31449		
IRO	0.01851	0.25039	0.20632	0.06202	-0.11488	0.44391	
ROA	0.20476	-0.25755	0.17407	0.10275	0.14531	-0.32871	0.49073

Quadro 6 – Resultados da análise factorial das componentes principais referente à amostra das empresas cotadas

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
I	0.89487	-0.11787	-0.08640	0.15975
E	-0.73650	-0.35181	-0.18704	0.19872
IRO	0.07043	0.89030	-0.14431	0.07664
ROA	0.02626	0.61524	0.59724	0.05936
CV	0.02572	-0.09713	0.85589	-0.01114
CC	-0.06703	0.05490	-0.27965	-0.82469
IFA	-0.40202	0.14975	-0.26069	0.63426
Valor Próprio	1.69417	1.20643	1.15726	1.09722
Percentagem de Variância	24.2	17.2	16.5	15.7
Percentagem de Variância Acumulada	24.2	41.4	58.0	73.6

A análise factorial das componentes principais, respeitando o critério de *Kaiser*, resultou na extracção de quatro factores, responsáveis por 73,6% da variância total. O valor da variância explicada permite-nos concluir que os resultados obtidos através da técnica da análise factorial das componentes principais é aceitável.

Iremos de seguida (Quadro 7) identificar e interpretar as quatro componentes principais a partir dos pesos das variáveis que as compõem. Para a análise consideraremos como significativos os pesos, em termos absolutos, iguais ou superiores a 0,5.

se o número de observações é elevado (o que não se verifica neste caso) e ainda quando as comunalidades são no mínimo 0,60 (o que é o caso). Portanto, consideramos que este é um bom critério para determinar o número de componentes principais desta análise. De acordo com Reis (1997), a dimensão necessária para se obterem componentes principais fiáveis, deverá ser tal que, o quociente entre o número de observações e o número de variáveis terá de ser no mínimo de 2 (no caso desta amostra é igual a 10,14).

Quadro 7 – Identificação e interpretação das componentes principais resultantes da análise referente à amostra de empresas cotadas

Factores	Variáveis com um peso superior a 0,5 no factor	Peso	Interpretação
Factor 1: <i>Financiamento no mercado de capitais</i>	– Investimento – Endividamento	0.89 -0.74	De acordo com Pagano <i>et al.</i> (1998), a oportunidade de recorrer a fundos no mercado de capitais deve ser particularmente atraente para empresas com grandes investimentos actuais e futuros e que pretendam ter um baixo nível de endividamento.
Factor 2: <i>Notoriedade</i>	– Impostos – Rendibilidade	0.62	As empresas que apresentam elevadas taxas de rendibilidade e elevados montantes de impostos a pagar caracterizam-se por uma elevada notoriedade (ver por exemplo Stoughton <i>et al.</i> (1998)). São empresas que transmitem para o mercado a elevada qualidade dos seus produtos através da disponibilização de informação, no entanto, tem como consequência a perda de privacidade e como tal um eventual aumento do valor dos impostos a pagar.
Factor 3: <i>Ciclo de vida</i>	– Crescimento das vendas	0.86	Elevadas taxas de crescimento das vendas caracterizam as empresas que estão na fase de crescimento do seu ciclo de vida.
Factor 4: <i>Situação financeira</i>	– Custo do crédito – Investimento em activos financeiros	-0.82 0.63	Elevados investimentos em activos financeiros e baixos custos de crédito caracterizam as empresas que se encontram saudáveis em termos da sua situação financeira (ver por exemplo Röel (1996)).

4.2. Resultados da aplicação da análise factorial das componentes principais à amostra de empresas não cotadas

Os resultados dos testes à normalidade das distribuições estão apresentados no Quadro 8 e tal como para a amostra das empresas cotadas, apenas para as distribuições das variáveis *E*, *I* e *IRO* não se rejeita a hipótese nula. No entanto, pelos motivos descritos aquando da análise da amostra das empresas cotadas, não iremos efectuar qualquer transformação nos dados.

Quadro 8 – Resultados do teste à normalidade referente à amostra das empresas não cotadas

Variáveis	Kolmogorov – Smirnov (com a correcção de Lilliefors)		
	Estatística	df	Probabilidade
<i>CC</i>	0.2182	32	0.0005
<i>CV</i>	0.4409	32	0.0000
<i>E</i>	0.0993	32	> 0.2000
<i>I</i>	0.1515	32	0.0597
<i>IFA</i>	0.2174	32	0.0005
<i>IRO</i>	0.1272	32	> 0.2000
<i>ROA</i>	0.1892	32	0.0051



A matriz das correlações obtida para esta amostra está apresentada no Quadro 9 e a significância estatística associada à correlação linear entre as variáveis está apresentada no Quadro 10.

Quadro 9 – Matriz das correlações lineares entre as variáveis referente à amostra das empresas não cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC	1.00000						
CV	-0.03121	1.00000					
E	0.19166	-0.00346	1.00000				
I	-0.12381	0.40814	-0.31336	1.00000			
IFA	-0.12642	-0.04265	0.15184	0.04840	1.00000		
IRO	-0.40619	-0.15649	-0.36915	-0.23240	-0.08008	1.00000	
ROA	0.13767	0.17358	-0.44882	-0.28455	-0.10907	0.18508	1.00000

Quadro 10 – Matriz de significância das correlações lineares entre as variáveis referente à amostra das empresas não cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC							
CV	0.43268						
E	0.14666	0.49251					
I	0.24981	0.01020	0.04037				
IFA	0.24526	0.40836	0.20339	0.39626			
IRO	0.01053	0.19619	0.01880	0.10028	0.33153		
ROA	0.22622	0.17104	0.00499	0.05723	0.27619	0.15527	

O Quadro 11 apresenta os resultados do teste de *Bartlett* e a estatística KMO para analisar a validade da aplicação da análise factorial a esta amostra. Também neste caso, os resultados obtidos se apresentam à partida contraditórios. Analisando através da estatística KMO verificamos que não seria aceitável a aplicação da análise factorial ao dados em análise ($KMO < 0,5$). No entanto, analisando através do teste de esfericidade de *Bartlett* rejeitamos a hipótese nula e por isso consideramos aplicável a análise factorial de componentes principais, para um nível de significância de 1%.

Quadro 11 – Resultados dos testes de validade da aplicação da análise factorial referente à amostra das empresas não cotadas

Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	0.38861
Teste de esfericidade de Bartlett	
χ^2	42.86080
df	21
Probabilidade	0.00327

Mais uma vez, apesar dos dados provirem de uma amostra em que nem todas as variáveis parecem ter um comportamento normal e que por isso, deveremos ter algum cuidado ao analisar este indicador de validade de aplicação da análise factorial, a matriz anti-imagem, apresentada no Quadro 12, apresenta valores na diagonal que variam entre 0,31146 e 0,58769.

Estes valores são até um pouco melhores do que os obtidos para a amostra das empresas cotadas, pelo que prosseguiremos com a aplicação da metodologia aos nossos dados.

Quadro 12 – Matriz anti-imagem referente à amostra das empresas não cotadas

Variáveis	CC	CV	E	I	IFA	IRO	ROA
CC	0.51344						
CV	0.02391	0.58769					
E	-0.08372	-0.12869	0.33896				
I	0.09137	-0.35961	0.61192	0.31146			
IFA	0.16986	0.09908	-0.15712	-0.10040	0.44088		
IRO	0.39954	0.00385	0.42164	0.41449	0.05189	0.44380	
ROA	-0.18787	-0.02949	0.60519	0.47834	-0.04327	0.12241	0.36817

O Quadro 13 apresenta os dados após a extracção dos factores, pelo método das componentes principais, após a determinação do número de componentes principais a reter, pelo critério de Kaiser, e após a sua rotação através do método *varimax*.

Quadro 13 – Resultados da análise factorial de componentes principais referente à amostra das empresas não cotadas

	Factor 1	Factor 2	Factor 3
I	0.89222	-0.06968	0.00466
CV	0.73997	0.10807	0.02818
CC	-0.13483	0.83419	-0.26810
IRO	-0.28256	-0.77520	-0.21496
ROA	-0.33147	-0.06252	-0.76350
E	-0.27808	0.49773	0.71144
IFA	-0.05415	-0.17890	0.56130
Valor Próprio	1.86446	1.60778	1.27954
Percentagem de Variância	26.6	23.0	18.3
Percentagem de Variância Acumulada	26.6	49.6	67.9



A aplicação da análise factorial das componentes principais à amostra das empresas não cotadas, resultou na extracção de três factores, responsáveis por 67,9% da variância total (Quadro 13). Apesar do valor da variância explicada ser inferior ao valor obtido através da aplicação da análise factorial à amostra das empresas cotadas, consideramos que se situa a um nível ainda razoável para podermos concluir que a aplicação da análise a esta amostra é aceitável. A identificação e interpretação das três componentes principais extraídas está apresentada no Quadro 14.

Quadro 14 – Identificação e interpretação das componentes principais resultantes da análise referente à amostra de empresas não cotadas

Factores	Variáveis com um peso superior a 0.5 no factor	Peso	Interpretação
<i>Factor 1: Crescimento</i>	– Investimento	0.89	Elevados níveis de investimento e elevadas taxas de crescimento de vendas caracterizam as empresas que se encontram na fase de crescimento do seu ciclo de vida.
	– Crescimento das vendas	0.74	
<i>Factor 2: Situação financeira</i>	– Custo do crédito	0.83	A apresentação de um elevado custo de crédito e um baixo montante de impostos a pagar é característico de empresas que apresentam uma situação financeira débil.
	– Impostos	-0.78	
<i>Factor 3: Propensão ao risco</i>	– Rendibilidade	-0.76	Empresas que, apesar de apresentarem baixos níveis de rendibilidade e elevados níveis de endividamento, efectuam elevados investimentos em activos financeiros, são empresas potencialmente propensas ao risco.
	– Endividamento	0.71	
	– Investimento em activos financeiros	0.56	

4.3. Resultados da aplicação da análise factorial das componentes principais à amostra conjunta das empresas cotadas e não cotadas

Inicialmente, efectuámos a selecção dos factores, tal como descrito na metodologia, através da análise de componentes principais, sem restrições adicionais. Da extracção resultaram quatro factores. Porém como adicionámos mais uma variável (a variável *dummy*), quisemos testar se, impondo cinco factores como uma restrição ao problema, se alteraria a agregação das variáveis de modo a individualizá-la como um factor adicional. O resultado obtido confirmou as nossas expectativas. Com efeito, ao exigir-se a análise de componentes reduzida a cinco factores, a variável *dummy* passou a constituir um factor, desagregando-se imediatamente do factor que a agregava quando trabalhámos com quatro factores. Tal facto mostra que, ela era a variável que menos se encontrava ligada às outras variáveis (ver Quadro 15).

Quadro 15 – Resultados da análise factorial de componentes principais referente à amostra conjunta das empresas cotadas e não cotadas

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5
<i>IRO</i>	0.854	0.038	-0.225	0.160	0.018
<i>ROA</i>	0.655	0.069	0.489	-0.104	0.152
<i>I</i>	-0.128	-0.924	-0.018	0.066	-0.060
<i>E</i>	-0.496	0.574	-0.136	0.122	0.402
<i>CV</i>	-0.066	-0.038	0.924	0.046	-0.077
<i>IFA</i>	-0.089	0.159	-0.058	0.764	-0.196
<i>CC</i>	-0.208	0.271	-0.099	-0.711	-0.177
<i>D</i>	0.062	0.057	-0.035	-0.058	0.918
<i>Valor Próprio</i>	1.480	1.294	1.178	1.151	1.103
<i>% de Variância</i>	18.5	16.2	14.7	14.4	13.8
<i>% de Variância Acumulada</i>	18.5	34.7	49.4	63.8	77.6

Através do Quadro anterior, verificamos que a agregação das variáveis pelos diversos factores é idêntica à obtida pela análise das empresas cotadas, diferindo apenas no valor do peso de cada variável e da percentagem de variância explicada. Para além disso, identificámos um factor adicional que designámos por "Admissão a Cotação". Estes resultados confirmam que as empresas que efectuam uma OPI caracterizam-se por uma elevada notoriedade, por se encontrarem na fase de crescimento do seu ciclo de vida e por darem uma importância especial às fontes de financiamento. Adicionalmente, verificamos ser factor independente, mas relevante, o facto da empresa se admitir à negociação em bolsa, passando o comportamento a ser diverso quer as empresas tenham ou não sido cotadas.

5. Conclusão

Tendo como base o objectivo de identificar as razões para o lançamento de uma OPI em Portugal, podemos verificar, através dos resultados obtidos, que a principal característica das empresas cotadas é o facto de financiarem os seus investimentos recorrendo ao mercado de capitais, por forma a equilibrarem a sua estrutura de capital. Esta constatação vem confirmar uma das vantagens citadas no ponto 2, que se prende com a ideia de que as empresas lançam uma OPI com vista a acederem a uma nova forma de financiamento para os seus investimentos. A segunda característica das empresas cotadas identificada pela análise, corrobora a hipótese de Stoughton *et al.* (1998), que defende que o motivo de as empresas pretenderem ter acções cotadas em bolsa pode ser racionalizado por um modelo de interações entre o mercado de produto e o mercado financeiro. Isto porque as empresas cotadas transmitem maior confiança e notoriedade ao mercado, o que lhes confere a obtenção de novos clientes, segurança financeira e expansão dos negócios e consequentemente um aumento de rentabilidade. No entanto, o aumento da notoriedade via lançamento de uma OPI, tem a desvantagem da perda de privacidade, com o consequente aumento do valor dos impostos a pagar. As empresas cotadas caracterizam-se por se encontrarem na fase de crescimento do seu ciclo de vida, uma vez que apresentam elevadas taxas de crescimento das vendas, bem como taxas de rentabilidade positivas. Para além disso, caracterizam-se por apresentarem uma situação financeira saudável. O baixo custo do crédito resulta, de entre outros factores, do facto de as empresas cotadas apresentarem, potencialmente, níveis de endividamento mais baixos.

As empresas não cotadas caracterizam-se, tal como as empresas cotadas, por se encontrarem na fase de crescimento do seu ciclo de vida, com investimentos avultados e elevadas taxas de



crescimento das vendas. Isto significa que este factor não é distintivo do fenómeno OPI, mas apenas um factor caracterizador da amostra. Outra das características das empresas não cotadas, é o facto de estas apresentarem uma situação financeira mais débil, com o consequente aumento do risco financeiro e um aumento do custo do crédito. O terceiro factor indica que as empresas não cotadas são potencialmente propensas ao risco.

Resumindo, perante estes resultados, é visível que as empresas portuguesas efectuem OPI's com vista ao acesso a uma nova forma de financiamento e o consequente equilíbrio da sua estrutura de capital e baixo custo do crédito. As empresas ao lançarem a OPI pretendem aumentar a sua notoriedade com o objectivo de obterem maiores resultados no mercado do produto. Apesar dos testes à razoabilidade de aplicação da análise factorial aos dados em análise terem sido contraditórios, as conclusões obtidas corroboraram algumas das hipóteses levantadas na revisão da literatura.

Por fim, consideramos que seria útil para a investigação das OPI's em Portugal, a realização de um estudo que se baseie, para além das demonstrações financeiras, num inquérito efectuado às empresas.

Referências Bibliográficas

- Almeida, José Miguel; João Duque (2002) Ownership Structure and Initial Public Offerings — The Case of Portugal, *Working paper*, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Burkart, M., D. Gromb; F. Panunzi (1997) Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728.
- Exame (1999), Melhores & Maiores 99, *Exame*, 4, Novembro/Dezembro.
- Hare, J. B. (1994) So you want to go public? First, you have to calculate the costs, benefits, and risks, *Management Accounting*, 76 (6), 25-29.
- Holmström, B.; J. Tirole (1993) Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy*, 101 (4), 678-709.
- Maug, E (1996) Corporate and the market for managerial labour: on the decision to go public, *European Economic Review*, 40 (3/5), 1049-1056.
- Maug, E. (1998) Large shareholders as monitors: is there a Trade-off between liquidity and control?, *Journal of Finance*, 53 (1), 65-98.
- Mello, A. S. (1994) *Competitividade do mercado de acções português*, *Bolsa de Valores de Lisboa*.
- Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales (1996) The stock market as a source of capital: some lessons from initial public offerings in Italy, *European Economic Review*, 40 (3/5), 1057-1069.
- Pagano, M.; A. Röel (1998) The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public, *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (1), 187-225.
- Park, Sangsoo Song; H. Moon. (1995) Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders, *Financial Management*, 24 (4), 52-64.
- Pestana, M. H.; J. N. Gageiro (1998) *Análise de dados para ciências sociais. A complementaridade do SPSS*, 1.ª Edição, Edições Sílabo.
- Reis, E. (1997) *Estatística multivariada aplicada*, Edições Sílabo.
- Ritter, J. R. (1987) The costs of going public, *Journal of Financial Economics*, 19, 269-281.
- Ritter, J. R. (1991) The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 46 (1), 3-27.
- Ritter, J. R. (1997), Initial public offerings, *forthcoming in Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance*, Edited by Dennis Logue and James Sward.
- Röel, A. (1996) The decision to go public: An overview", *European Economic Review*, 40, 1071-1081.
- Stoughton, N. M., K. P. Wong e J. Zechner (1998) IPO's and product quality, *Working paper*.

68

69

Amostra de Empresas Utilizadas no Estudo

Empresas	Data de admissão	Período em análise	N.º Observações
A Silva & Silva – Indústria e Comércio, S.A.	30/03/90	1992-1998	7
Alcatel Portugal, S.A.	---	1994-1998	5
ANA, aeroportos e navegação aérea, EP.	---	1986-1998	13
Atlantis – Cristais de Alcobaça, S.A.	02/12/86	1986-1998	13
Auto Industrial, S.A.	---	1993-1998	6
B.A – Fábrica de Vidros Barbosa & Almeida, S.A.	09/01/91	1992-1998	7
Baviera, Comércio de Automóveis, S.A.	---	1988-1998	10
Brisa Auto Estradas de Portugal, S.A.	25/11/97	1990-1998	9
Cabelauto – Cabos para automóveis, S.A.	---	1996-1998	3
Cablinal Portuguesa, S.A.	---	1993-1998	6
Caima – Cerâmica e Serviços – S.G.P.S., S.A.	22/11/91	1992-1998	7
Cel-Cat – Fábrica Nacional de Condutores Eléctricos, S.A.	14/10/86	1986-1998	13
Centralcer – Central de Cervejas, S.A.	22/03/91	1986-1998	13
Cerexport – Cerâmica de Exportação, S.A.	11/12/87	1988-1996	9
Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A.	08/07/94	1986-1998	13
CIN – Corporação Industrial do Norte, S.A.	15/09/88	1988-1998	11
Cinca – Companhia Ind. Cerâmica, S.A.	23/04/87	1992-1994	3
CIRES – Companhia Industrial de Resinas Sintéticas, S.A.	15/04/87	1986-1998	13
Colep Portugal – Embal. Prod. Enchimentos e Equip., S.A.	25/03/97	1996-1998	3
Companhia de Celulose do Caima, S.A.	24/02/81	1986-1998	13
Companhia Portuguesa Rádio Marconi, S.A.	25/06/70	1986-1998	13
Comportel OTIS, S.A.	---	1991-1998	8
Compta – Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.	05/05/88	1988-1998	11
Construções Metalomecânicas Mague, S.A.	22/07/87	1988-1998	11
Correios e Telecomunicações de Portugal	---	1986-1998	13
Corticeira Amorim – Soc. De Participações Sociais, S.A.	19/04/88	1986-1998	13
Dom Pedro – Investimentos Turísticos, S.A.	22/10/87	1988-1998	11
EDP – Electricidade de Portugal, S.A.	17/06/97	1990-1998	9
Efacec – Empresa Fabril de Máquinas Eléctricas, S.A.	25/07/69	1988-1998	11
Empresa do Jornal de Notícias, S.A.	---	1990-1998	9
Empresa Madeirense de Tabacos, S.A.	08/10/87	1992-1996	5
Engil – Sociedade de Construção Civil, S.A.	30/09/87	1988-1998	11
Entrepasto Comercial, S.A.	---	1986-1998	13
EPAL – Emp. Portuguesa das Águas livres, S.A.	---	1986-1998	13
Espart – Espírito Santo Participações Sociais, S.G.P.S., S.A.	31/01/92	1992-1998	7
Estoril Sol, S.A.	05/02/86	1986-1998	13
F. Ramada – Aços e Indústrias, S.A.	14/02/68	1988-1998	11
Fábrica Porcelanas Vista Alegre, S.A.	21/11/87	1988-1998	11
Fisipe – Fibras Sintéticas de Portugal, S.A.	08/05/87	1986-1998	13
Foncar – Organização Industrial e Comercial Têxtil, S.A.	19/05/89	1992-1994	3
Hewlett Packard Portugal, S.A.	---	1996-1998	3
Hiperpneus, S.A.	---	1990-1998	9
Hotelagos, S.A.	18/08/87	1992-1993	2
Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A.	10/07/84	1988-1998	11
Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	25/03/80	1988-1998	11

Amostra de Empresas Utilizadas no Estudo

Empresas	Data de admissão	Período em análise	N.º Observações
Indasa – Indústrias de Abrasivos, S.A.	14/04/87	1992-1992	1
ITI – Soc. de Invest.ºs Turísticos da Ilha da Madeira, S.A.	17/02/88	1988-1998	11
Jerónimo Martins & Filho – Adm. e Particip. Financeiras, S.A.	14/11/89	1987-1998	12
Laboratório Iberfar – Produtos Farmacêuticos, S.A.	29/06/89	1992-1993	2
Lameirinho – Indústria Têxtil, S.A.	31/12/87	1986-1998	13
Lisnave – Estaleiros Navais de Lisboa, S.A.	15/03/72	1988-1998	11
Lusotur – Sociedade Financeira de Turismo, S.A.	23/12/86	1986-1997	12
Mabor – Manufatura Nacional Borracha, S.A.	10/03/89	1992-1992	1
Modelo – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.	13/03/92	1992-1994	3
Modelo Continente – S.G.P.S., S.A.	23/07/91	1992-1998	7
Mota & Companhia, S.A.	06/11/87	1988-1998	11
Mundicenter – Sociedade Imobiliária, S.A.	06/10/87	1988-1998	11
Néstlé Portugal, S.A.	---	1986-1998	13
Oliva – Indústrias Metalúrgicas, S.A.	06/07/88	1992-1994	3
Orbitur – Intercâmbio de Turismo, S.A.	21/10/86	1992-1994	3
Papelaria Fernandes, S.A.	14/04/87	1986-1998	13
Pavia – Pavimentos e Vias, S.A.	---	1995-1998	4
Petrogal, S.A.	---	1994-1998	5
Portucel Industrial – Empresa produtora de celulose, S.A.	28/06/95	1995-1998	4
Portucel Viana, S.A.	---	1996-1998	3
Portugal Telecom, S.A.	02/06/95	1995-1998	4
Proholding – S.G.P.S., S.A.	14/07/87	1992-1994	3
Reditus – S.G.P.S., S.A.	28/08/87	1988-1998	11
S.P.C. – Serviço Português de Contentores, S.A.	25/11/87	1992-1993	2
Salvador Caetano – Ind. Metalúrg. Veíc. Transportes, S.A.	10/12/87	1986-1998	13
Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, S.G.P.S., S.A.	27/07/95	1995-1998	4
Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	13/11/86	1988-1998	11
Sociedade de Construções Erg, S.A.	12/11/87	1992-1992	1
Sociedade de Construções Soares da Costa, S.A.	17/12/86	1988-1998	11
Sociedade Emprestadas Somague, S.A.	15/10/87	1988-1998	11
Soja de Portugal – S.G.P.S., S.A.	19/05/87	1992-1996	5
Solinca – Investimentos Turísticos, S.A.	23/07/91	1992-1994	3
Somafel, S.A.	---	1996-1998	3
Somec – Sociedade Metropolitana de Construções, S.A.	28/10/87	1992-1994	3
Sonae Imobiliária – S.G.P.S., S.A.	05/12/97	1997-1998	2
Sonae Indústria – S.G.P.S., S.A.	09/07/87	1992-1998	7
Sonae Investimentos – S.G.P.S., S.A.	15/07/86	1992-1998	7
Soponata – Sociedade Portuguesa de Navios Tanques, S.A.	28/06/88	1992-1993	2
Soporcel – Sociedade Portuguesa de Celulose, S.A.	12/03/85	1986-1998	13
Sumolis – Companhia Industrial de Frutas e Bebidas, S.A.	31/12/87	1988-1998	11
Telecel – Comunicações Pessoais, S.A.	10/12/96	1995-1998	4
Tertir – Terminais de Portugal, S.A.	25/03/88	1988-1998	11
Tintas Dyrup, S.A.	---	1986-1998	13
Unicer – União Cervejaria, S.A.	16/06/89	1992-1998	7
Vidago, Melgaço e Pedras Salgadas, S.A.	05/04/73	1992-1994	3