

## RESUMO

O objectivo central da presente investigação consistiu em analisar a aparente anomalia verificada entre o registo de prejuízos e o elevado valor de mercado das acções registado pelas empresas americanas da nova economia, com destaque para as *net firms*. A relevância do presente estudo deriva do impacto da emergência do sector da *Internet*.

O período analisado compreende os anos de 1996 a 2003. A selecção das *net firms* baseou-se na lista de empresas cotadas no ISDEX – *Internet Stock List* e nos relatórios da Morgan & Stanley. Selecionamos ainda uma amostra de controlo com base no número de IPO ocorridos no NASDAQ, cujo critério foi identificar outras empresas com datas de IPO próximas das *net firms*.

Tendo como quadro teórico os modelos de avaliação de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995), assume-se que os prejuízos registados por estas empresas são consequência dos elevados investimentos em activos intangíveis, tais como: I&D e Publicidade, que de acordo com os GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* são integralmente contabilizados como custos. Porém, o mercado associa o investimento nestas rubricas à probabilidade de existência em carteira de maiores oportunidades de crescimento, pelo que são grandes as expectativas de rendibilidades supranormais.

O modelo de Ohlson é reespecificado em função dos resultados líquidos e dos capitais próprios e incorpora a metodologia de Fama e MacBeth (1973), no sentido de analisar como os principais determinantes do valor (*value drivers*) influenciam o valor de mercado dos capitais próprios ao longo do tempo (efeito ciclo de vida). Os resultados obtidos evidenciam que os investidores: i) não baseiam a sua avaliação apenas na variável resultados; ii) valorizam positivamente, como activos, os *items* I&D e Publicidade, que contabilisticamente são tratados como custo; iii) a variável capitais próprios é particularmente relevante para efeitos de avaliação registando a empresa prejuízos, pois o mercado vê nesta variável uma *proxy* para os resultados futuros normais e iv) o acréscimo do investimento nas rubricas I&D e Publicidade surge associado a uma alteração do perfil de empresas a operar no mercado na década de 90: empresas de pequena dimensão, maioritariamente de base tecnológica a registarem prejuízos, de maior magnitude e por períodos mais longos.

A evidência empírica, corroborada por uma análise em dados de painel, permite apontar como principais contributos da presente investigação: i) o reporte de prejuízos pode não estar associado à destruição de valor; ii) em oposição à teoria da opção de abandono, o conteúdo informativo dos prejuízos não é irrelevante para efeitos de avaliação, quando os mesmos surgem associados ao exercício de oportunidades de crescimento; iii) as empresas a registar prejuízos não podem ser tratadas de forma homogénea, pois tal é susceptível de conduzir a conclusões empíricas erróneas e iv) em situação de *stress* financeiro as empresas, em particular de base tecnológica, tendem a optar por um processo de F&A como forma de reestruturação, reduzindo a incidência de processos de falência.

**Palavras-chave:** avaliação de empresas, relação preço-resultados, subavaliação, oportunidades de crescimento.

**Classificação JEL:** G31, M41.

## ABSTRACT

The purpose of this research is to analyse the positive loss-earnings relation in the context of U.S. net firms. This topic earns special relevance with the emergence of the Internet sector.

We focus on the period between 1996 and 2003. In order to identify the net firms, we collected information from ISDEX – Internet Stock List. With the goal to control the survivor bias effect, we obtain information about net firms from the Morgan & Stanley reports. We also selected a match sample (non net firms) from NASDAQ, with close IPO dates to those of the net firms.

We assume that the negative relation observed in the U.S net firms, is due the growth opportunities bias. This hypothesis is in line with the Ohlson (1995) and the Feltham and Ohlson (1995) models, who regard current expenses such as R&D and advertising as generating the potential for future growth. Accounting measurements may be misleading, as the GAAP prevailing in the U.S. treat these items as expenses. By contrast, capital markets seem to give a strong value to firms undertaking such investments.

The Ohlson model was re-specified as a function of current earnings and lagged book value, and incorporated the Fama and MacBeth (1973) methodology, in order to analyse if the market prices differently the value drivers of these firms as the Internet sector/net firms matures. The results are significant and consistent with: i) investors look beyond aggregate earnings; ii) investors value certain components of losses (R&D and advertising expenditures) positively; iii) the variable book value of equity conveys information for funding available to continue investments in loss firms and iv) since the nineties we assist to a change in life cycle: the new firms tend to be small, operate in high tech sectors and report losses for long periods.

This research makes a set of contribution to the literature: i) some firms' losses may not be associated with value destruction; ii) we challenge the traditional view that losses convey little information content, specially when they are associated to the implementation of growth opportunities; iii) losses are not homogenous across losses firms, consequently treating losses homogenously can lead to incomplete or incorrect inferences in empirical research and v) distressed firms, specially high tech firms tend to restructure through mergers and acquisitions, curbing the incidence of bankruptcy.

**Key Words:** valuation, price-earnings, conservatism, growth opportunities.

**JEL Classification:** G31, M41.