

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



**A RELAÇÃO ENTRE PERDAS E VALOR NO CONTEXTO DE UM
SECTOR EMERGENTE: O CASO DAS EMPRESAS AMERICANAS
DA NOVA ECONOMIA**

Ana Paula Bernardino Matias Gama

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Doutor em Gestão
Especialidade em Finanças

Orientador:

Professor Doutor José Paulo Esperança

Financiamento pelo PRODEP III – Medida 5 – Acção 5.3 – 185.009/1
Entidade beneficiária: Universidade da Beira Interior

Junho de 2006

À memória do meu pai.
Ao meu marido Luís e à minha filha Raquel.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho de investigação não teria sido possível sem o apoio de inúmeras pessoas e instituições, que não quero deixar de aqui referir, e expressar o meu profundo reconhecimento e gratidão.

Assim agradeço:

- Ao Professor Doutor José Paulo Esperança, meu orientador, pelo rigor de análise, críticas e sugestões feitas ao longo deste trabalho, e em especial pelo incentivo à realização da presente investigação;
- À Professora Doutora Zélia Serrasqueiro, minha co-orientadora, pela confiança transmitida ao longo de todo o meu programa de doutoramento;
- Ao Professor Doutor João Pedro Nunes pela celeridade com que geriu o processo de aquisição da base de dados Compustat, fundamental para a realização da presente investigação empírica;
- A amabilidade de Darren Hawkins do Departamento *NASDAQ International*, em ceder a base de dados de todos os IPO - *Initial Public Offerings* ocorridos no mercado NASDAQ, para o período de 1990 a Setembro de 2002;
- A disponibilidade sempre manifestado pelo Senhor Christopher Evans da Standard & Poor's na ajuda *on-line*, sobre a forma de utilizar a base de dados Compustat;
- À Universidade da Beira Interior, em particular ao Departamento de Gestão e Economia, pelo financiamento da presente investigação, através do programa PRODEP III – Programa de Desenvolvimento Educativo para Portugal;
- Ao NECE – Núcleo de Estudos em Ciências Empresarias da Universidade da Beira Interior e ao ISCTE pelo apoio financeiro concedido na deslocação a conferências;
- Ao “Observatório para o Desenvolvimento Económico-Social”, na pessoa do Professor Doutor Pires Manso, pelas boas condições de trabalho proporcionadas;
- Ao Sr. Carlos Antunes e D.^a Antónia Correia da Biblioteca do INDEG, pela pronta disponibilidade em cederem todo o material bibliográfico solicitado;
- Aos meus professores da parte lectiva do Programa Doutoral, pelos conhecimentos transmitidos, sempre muito úteis à realização do presente trabalho. Uma palavra de apreço muito especial para o Professor Doutor Dias Curto, pela permanente disponibilidade em esclarecer todas as dúvidas econométricas que foram surgindo ao longo da presente investigação;
- Os comentários, críticas e sugestões dos participantes e *referees* das conferências em que tive oportunidade de participar;
- Para os meus colegas de doutoramento, um abraço pelo encorajamento nos momentos mais difíceis, muito em especial para a Elisabete Vieira, pelo seu apoio permanente;
- Aos meus alunos, pelo estímulo que me transmitem no aperfeiçoamento, quer das minhas actividades pedagógicas quer de investigação;
- Agradeço ainda a um conjunto de pessoas com as quais tive a oportunidade de ter discussões vivas e interessantes e a possibilidade de pedir emprestado conhecimento e saber, e que não vou aqui enumerar por ser uma lista demasiado extensa, mas o meu agradecimento é profundo. Realço todavia, que todos e quaisquer erros que ainda possam persistir são da minha inteira responsabilidade.
- Para a minha mãe um OBRIGADO do fundo do coração pela sua dedicação, que tantas vezes me substituiu nas minhas tarefas domésticas e maternas, enquanto eu hibernava no meu escritório a trabalhar;
- Por fim, é com grande amor que agradeço o carinho, a paciência e a tolerância que o meu marido Luís e a minha filha Raquel sempre demonstraram nesta longa caminhada.

A todos o meu BEM-HAJA.

ÍNDICE

ÍNDICE	vi
ÍNDICE DE QUADROS	ix
ÍNDICE DE FIGURAS	xi
CAPÍTULO I – Introdução	1
1.1 Enquadramento do problema.....	1
1.2 Objectivos e principais contribuições da investigação.....	3
1.3 Organização do trabalho.....	7
PARTE I – REVISÃO DA LITERATURA	9
CAPÍTULO II – Os Modelos de Avaliação de Ohlson e Feltham e Ohlson	10
2.1 Introdução.....	10
2.2 O Modelo de Avaliação de Ohlson (OM).....	12
2.3 A Relação entre o Modelo de Ohlson e o Modelo de Gordon.....	18
2.4 A Extensão do Modelo de Ohlson: O modelo de Feltham e Ohlson (FOM).....	23
2.5 O efeito da subavaliação dos activos: “ <i>conservatism accounting effect</i> ”.....	32
CAPÍTULO III – A relevância do conteúdo informativo das variáveis: “Resultados” e “Capitais Próprios” para efeitos de avaliação	40
3.1 Introdução.....	40
3.2 A relevância do conteúdo informativo da variável “Resultados”.....	41
3.3 A relevância do conteúdo informativo da variável “Capitais Próprios”.....	51
CAPÍTULO IV – O impacto do investimento em activos intangíveis no valor de mercado das empresas	65
4.1 Introdução.....	65
4.2 O impacto do investimento em activos intangíveis no valor de mercado das empresas.....	66
4.3 O valor das empresas e o seu potencial de crescimento.....	73
PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO	87
CAPÍTULO V – Definição do período a analisar, dos critérios de selecção das amostras e definição das variáveis	88
5.1 Introdução.....	88
5.2 Definição do período da “Nova Economia - NEP”.....	88
5.3 Definição das empresa da Nova Economia: “ <i>Net Firms</i> ”.....	89

5.4 Critérios de selecção das amostras.....	91
5.4.1 Empresas da Nova Economia: “ <i>Net Firms</i> ”	91
5.4.2 Empresas com data de IPO contemporânea das “ <i>Net Firms</i> ”: “ <i>Non Net Firms</i> ”	95
5.5 Composição e análise comparativa das duas amostras: “ <i>Net Firms</i> ” e “ <i>Non Net Firms</i> ”	97
5.5.1 Composição das amostras: “ <i>Net Firms</i> ” e “ <i>Non Net Firms</i> ”	97
5.5.2 Análise comparativa: “ <i>Net Firms</i> ” versus “ <i>Non Net Firms</i> ”	100
5.6 Definição das variáveis.....	104
CAPÍTULO VI – Metodologia.....	107
6.1 Introdução.....	107
6.2 O efeito ciclo de vida: Análise da tendência.....	108
6.3 Critérios de subdivisão das amostras.....	118
6.4 Metodologia de Fama e MacBeth.....	130
6.5 Hipóteses de investigação.....	135
CAPÍTULO VII – Análise e discussão dos resultados.....	144
7.1 Introdução.....	144
7.2 Análise e discussão de resultados.....	144
7.2.1 Aspectos econométricos.....	144
7.2.2 Validação empírica das hipóteses de investigação.....	145
7.2.2.1 Validação empírica da hipótese de investigação número um.....	145
7.2.2.2 Validação empírica da hipótese de investigação número dois.....	149
7.2.2.3 Validação empírica da hipótese de investigação número três.....	156
7.2.2.4 Validação empírica da hipótese de investigação número quatro.....	165
7.2.2.5 Validação empírica da hipótese de investigação número cinco.....	166
7.3 Testes de especificação.....	169
7.3.1 Introdução.....	169
7.3.2 Análise segundo uma estrutura em dados de painel.....	172
7.3.3 Resultados.....	176
CAPÍTULO VIII – Conclusões e sugestões para futuras investigações.....	185
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	192
ANEXOS.....	206

Anexo 2.1 – Dedução do modelo de Ohlson (1995): Expressões 2.7 e 2.8.....	207
Anexo 2.2 – Dedução da proposição n.º 1 do modelo de Feltham e Ohlson (1995): Expressões 2.31a, 2.31b e 2.31c.....	209
Anexo 2.3 – Dedução do modelo de Feltham e Ohlson (FOM) (1995): Expressão (2.38).....	210
Anexo 5.1 – Repartição das <i>net firms</i> por sector de actividade (SIC)	211
Anexo 5.2 – Repartição das <i>non net firms</i> por sector de actividade (SIC).....	213
Anexo 6.1 - Distribuição das variáveis para o período de 1996 a 2003 (dados de painel) para ambas as amostras.....	217
Anexo 6.2 – Output do teste CUSUM para a variável “resultados” na amostra de <i>net firms</i>	218
Anexo 6.3 – Output do teste CUSUM para o rácio “MVE/BVE” na amostra de <i>net firms</i>	219
Anexo 6.4 – Output do teste CUSUM para a variável “resultados” na amostra de <i>non net firms</i>	220
Anexo 6.5 – Output do teste CUSUM para o rácio “MVE/BVE” na amostra de <i>non net firms</i>	221
Anexo 6.6 – Percentagem de empresas (com prejuízos) cujo rácio “I&D/Vendas” excede a unidade.....	222
Anexo 7.1 – Estatísticas de validação dos pressupostos do modelo de regressão linear múltipla (MRLM)	223

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 3.1	Síntese dos factores justificativos da fraca correlação entre a variável resultados (positivos) e a movimentação dos preços/cotações.....	44
Quadro 3.2	Quadro resumo dos vários estudos sobre o conteúdo informativo das variáveis: “Resultados” e “Capitais próprios”, para efeitos de avaliação.....	63
Quadro 4.1	Relação (estatística) entre o valor de mercado dos capitais próprios (MVE) e os investimentos em activos intangíveis: I&D e Publicidade.....	72
Quadro 5.1	Dimensão das amostras de <i>net firms</i> : sistematização de outras investigações.....	92
Quadro 5.2	Composição da amostra de <i>net firms</i>	98
Quadro 5.3	Composição da amostra de <i>non net firms</i>	99
Quadro 5.4	Repartição dos IPOs por mercado e por ano.....	100
Quadro 5.5	Repartição das <i>net firms</i> e <i>non net firms</i> por sector de actividade.....	102
Quadro 5.6	Número de empresas cotadas por mercado.....	103
Quadro 5.7	Definição das variáveis.....	105
Quadro 6.1	Análise da tendência para a amostra de <i>net firms</i>	113
Quadro 6.2	Análise da tendência para a amostra de <i>non net firms</i>	117
Quadro 6.3	Diferenças entre médias/medianas na amostra de <i>net firms</i> : empresas com lucros e empresas com prejuízos.....	121
Quadro 6.4	Diferenças entre médias/medianas na amostra de <i>non net firms</i> : empresas com lucros e empresas com prejuízos.....	126
Quadro 7.1	Regressões anuais para a amostra de <i>net firms</i> (Modelo 6.5).....	146
Quadro 7.2	Regressões anuais para a amostra de <i>non net firms</i> (Modelo 6.5).....	147
Quadro 7.3	Matriz de correlações – Amostra de <i>net firms</i>	150
Quadro 7.4	Matriz de correlações – Amostra de <i>non net firms</i>	151
Quadro 7.5	Regressões anuais para a amostra de <i>net firms</i> (Modelo 6.3).....	152
Quadro 7.6	Regressões anuais para a amostra de <i>non net firms</i> (Modelo 6.3).....	153

Quadro 7.7	Regressões anuais para a amostra de <i>net firms</i> (Modelo 6.6).....	159
Quadro 7.8	Regressões anuais para a amostra de <i>non net firms</i> (Modelo 6.6).....	162
Quadro 7.9	Regressões anuais para a amostra de <i>net firms</i> (Modelo 6.7).....	163
Quadro 7.10	Regressões anuais para a amostra de <i>non net firms</i> (Modelo 6.7).....	164
Quadro 7.11	Regressão do R^2 ajustado em função do tempo e do coeficiente de variação de Pearson do rácio MVE/BVE.....	170
Quadro 7.12	Modelo de regressão do “MVE” sobre as variáveis “BVE” e os “resultados antes de <i>items</i> extraordinários”, usando o método de estimação dos efeitos fixos quer para a unidade seccional (empresa), quer para o período de tempo (anos), permitindo que os coeficientes da variável “resultados antes de <i>items</i> extraordinários” variem ao longo do período da Nova Economia.....	178
Quadro 7.13	Modelo de regressão do “MVE” sobre as variáveis “BVE”, “resultados antes de <i>items</i> extraordinários ajustados do investimento em I&D” e “I&D”, usando o método de estimação dos efeitos fixos quer para a unidade seccional (empresa), quer para o período de tempo (anos), permitindo que os coeficientes da variável “I&D” variem ao longo do período da Nova Economia.....	181
Quadro 7.14	Modelo de regressão do “MVE” sobre as variáveis “BVE”, “resultados antes de <i>items</i> extraordinários ajustados do investimento em Publicidade” e “Publicidade”, usando o método de estimação dos efeitos fixos quer para a unidade seccional (empresa), quer para o período de tempo (anos), permitindo que os coeficientes da variável “Publicidade” variem ao longo do período da Nova Economia.....	184

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1	A relação entre os múltiplos P/B e PER e a rendibilidade supranormal futura (FE ^a) e corrente (CE ^a).....	37
Figura 3.1	A relação entre o valor dos capitais próprios da empresa e os resultados, dada a opção de liquidação detida pelos accionistas.....	46
Figura 3.2A	Relação entre as variáveis resultados líquidos e rendibilidade, segundo o princípio da prudência.....	49
Figura 3.2B	Relação entre as variáveis resultados líquidos e rendibilidade, dada a existência da opção liquidação.....	49
Figura 4.1	O impacto do investimento corrente em activos intangíveis (I&D e Publicidade) na rendibilidade futura, atendendo ao efeito de <i>networking</i> potenciado pela Internet.....	81
Figura 5.1	Identificação dos <i>outliers</i>	94
Figura 6.1	Análise da tendência.....	110
Figura 6.2	Evolução dos índices: NASDAQ, S&P500 e <i>Internet Stock List</i> (ISDEX).....	123
Figura 7.1	Evolução do número de empresas por amostra em função do valor registado para a variável resultados.....	148
Figura 7.2	Relação entre os coeficientes estimados depois de controlado o efeito da variável BVE (modelo 6.3) e sem o controlo desta variável (modelo 6.5).....	154
Figura 7.3	Evolução do número de empresas com lucros por amostra e por grupo: “I&D_ B2B” e “Pub_ B2C”	167
Figura 7.4	Evolução do número de empresas com prejuízos por amostra e por grupo: “I&D_ B2B e Pub_ B2C”	169