Criação de valor no sector da construção e das obras públicas

Uma abordagem conceptual

por Jorge Rodrigues

RESUMO: O senso comum acredita que elevados valores de facturação proporcionam, graças às economias de escala, custos mais reduzidos, logo, resultados favoráveis elevados. Este artigo pretende contribuir para esclarecer este mal entendido, explicando o processo de criação de valor económico, no sector da construção e obras públicas. Para tal, com recurso a uma abordagem que integra os conceitos oriundos da economia industrial, da estratégia e das finanças empresariais, demonstramos que a criação de valor económico está associada à eficiência da gestão das empresas que nele operam, e não aos elevados montantes de facturação. Num mercado onde os processos, os produtos ou os serviços são não padronizados, onde o preço final geralmente é fixado pelo cliente, serão as empresas mais eficientes, e melhor geridas, as que irão criar maior valor económico.

Palavras-chave: Cadeia de Valor, Criação de Valor Económico, Construção e Obras Públicas, Eficiência

TITLE: **Corporate wealth on construction and public works: a conceptual approach**

ABSTRACT: Common sense believes that great amounts of income will offer reduced costs, supported by economies of scale, resulting on higher profits. The present article gives a contribution to clarify this misunderstanding, explaining economic value creation process in construction and public works. In order to achieve this goal, we use a framework containing several concepts from industrial economy, strategy and corporate finance, trying to prove that the economic value creation is closely connected with the managerial efficiency and not with the income amount. On a non-standardized market, with different processes, services or products, where the client generally fixes the final price, the most efficient and well-managed corporation will create more economic value than others.

Key words: Value Chain, Corporate Wealth, Construction and Public Works, Efficiency

O sector da construção civil e das obras públicas, por ter uma cadeia de valor muito extensa, tem um grande peso relativo na criação de riqueza e na estrutura do emprego em qualquer economia. Integra uma ampla rede de fornecedores, proporcionando o aparecimento de externalidades positivas aos restantes sectores da economia, e gera efeitos multiplicadores significativos a montante e a jusante. A evolução do sector depende do montante e das fases do investimento noutros sectores da economia, sendo, por isso, uma actividade tendencialmente pró-cíclica, i.e., com expansões mais marcadas que a economia global, em fases positivas do ciclo, e recessões mais profundas em períodos negativos. Por ser uma actividade de volume e com muita visibilidade, o senso comum acredita que elevados valores de facturação implicarão, graças às economias de escala, custos mais reduzidos, logo, resultados favoráveis elevados. Com este artigo, pretendemos demonstrar que a criação de valor económico no sector da construção e das

obras públicas está associada à eficiência da gestão das empresas que nele operam, e não aos elevados montantes de facturação.

A criação de valor económico no sector da construção e das obras públicas está associada à eficiência da gestão das empresas que nele operam, e não aos elevados montantes de facturação.

Após esta introdução, no primeiro ponto iremos caracterizar o mercado de concorrência perfeita, cujo modelo nos irá servir de referência para medir o valor económico criado. Para a quantificação desse valor, iremos tomar de empréstimo os modelos das finanças empresariais e recorrer à informação proporcionada pelo mercado de capitais. Por fim, articulamos todos estes conceitos oriundos da economia industrial, da estratégia e das finanças empresariais como uma possível explicação para a origem da criação de valor económico, no sector da construção e das obras públicas.

A origem do valor económico

A criação de valor por uma empresa é o resultado de se aproveitarem as oportunidades de mercado que geram lucros económicos[1] supra-normais[2]. A origem destes rendimentos está na diferença entre os proveitos resultantes da venda da produção no mercado e os seus custos totais (custos de oportunidade incluídos). Assim, numa economia de mercado, a existência ou não de tais rendimentos, e a sua magnitude, dependem das condições competitivas do sector específico em que a empresa desenvolve a sua actividade.

• Rendas supra-normais em condições de concorrência perfeita

Um mercado de concorrência perfeita (Thompson e Formby, 1993; Perloff, 1999), caracteriza-se pelo seguinte:

- Existência de produtos ou serviços homogéneos. Num mercado com este pressuposto, não existem possibilidades de diferenciação a partir de alguma característica dos produtos ou serviços que se negoceiam. Estes são substitutos perfeitos, pelo que o preço é o único parâmetro relevante nas decisões dos compradores;
- Atomicidade de empresas. Quer a estrutura da oferta quer a estrutura da procura está suficientemente atomizada, pelo que a sua interacção competitiva leva a que nem os produtores nem os consumidores possam gerar situações de poder de negociação, influenciando o preço;
- Perfeita mobilidade e divisibilidade dos factores de produção. A consequência desta característica é de que não existem barreiras à entrada nem à saída do sector, pelo que os fornecedores dos factores de produção não monopolizam os seus recursos;
- As decisões são tomadas em condições de certeza. A informação é pública, está disponível para qualquer participante no mercado e pode ser interpretada sem qualquer custo. Esta condição estabelece a não existência de assimetria de informação para qualquer dos intervenientes no mercado. Não há custos de transacção.

Num mercado com estes pressupostos não haveria rendas supra-normais[3] nem para as empresas nem para os accionistas. Se não admitirmos a flexibilidade daqueles pressupostos, a concorrência forçará continuamente a baixa dos proveitos 'anormais' das empresas e eliminará as rendas supra-normais. Qualquer sector económico com rendibilidade acima da média, exercerá uma atractividade maior sobre si para as empresas de outros sectores. Estas empresas, dados os pressupostos anteriores, poderão entrar naquele sector sem problemas, conseguir os activos e o *know-how* necessários para competir com êxito, e levar à erosão dos proveitos supra-normais das empresas que aí se encontram estabelecidas. Assim, é razoável pressupor que em contexto real, os gestores das empresas tentem evitar a concorrência.

Jorge Martins Rodrigues
jjrodrigues@esce.ips.pt
Professor Adjunto na Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal.
Adjunct Professor at Escola Superior de Ciências Empresariais of Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal.

Recebido em Fevereiro de 2004 e aceite em Junho de 2005.
Received in February 2004 and accepted in June 2005.

Para Gonçalves e Ferro (2001), o papel da estratégia empresarial tem sido, de certo modo, o de 'furar' ou alterar os pressupostos básicos da teoria micro-económica neoclássica, através dos seguintes movimentos:

- criando e explorando o conceito e as técnicas de marketing, introduzindo elementos emocionais e simbólicos nos comportamentos dos consumidores e matizando, portanto, a assumpção de racionalidade perfeita e de optimização;
- promovendo a diferenciação e a distinção de marcas, para relegar o pressuposto da homogeneidade do produto;
- procurando a dimensão e a posição dominante e erguendo barreiras à entrada, em detrimento das hipóteses da oferta atomizada e da liberdade de entrada e saída do mercado;
- introduzindo no negócio descontinuidade e rupturas, por via da inovação, quebrando a presunção de estabilidade e linearidade;
- protegendo as inovações tecnológicas através de patentes, contrariando, assim, a assumpção da informação perfeita;
- visando vantagens competitivas duradouras capazes de gerar lucros crescentes e anormais, para fugir à lógica dos rendimentos marginais decrescentes e dos lucros tendentes para zero;
- procurando uma posição competitiva singular e duradoura, através de uma proposta de valor única (Porter, 1996), afastando, assim, a teórica concorrência perfeita.

Para isso, a gestão de topo deverá, por antecipação, proceder à formulação da estratégia a implementar, e à consequente prática de uma boa gestão estratégica. Esta, por sua vez, consiste em assegurar, a tempo, a melhor congruência possível entre as exigências do meio envolvente e dos *stakeholders* e os objectivos dos gestores de topo. Trata-se, pois, da gestão da empresa como um todo, na procura do potencial de criação de valor económico (Martinet, 1983). O mesmo é dizer que são as imperfeições de mercado que proporcionam às empresas as oportunidades de gerarem rendas supra-normais, i.e., a criação de valor económico.

- **A vantagem competitiva como fonte de valor**

A moderna teoria financeira assenta na premissa de que os gestores têm como objectivo prioritário maximizar a riqueza dos investidores, independentemente do perfil destes (pródigos ou avarentos), incrementando o valor de mercado da participação de cada accionista na empresa, através do aproveitamento de todas as oportunidades de investimento que tenham um valor actual líquido positivo (Brealey e Myers, 2003).

Em condições de concorrência perfeita, as empresas não podem gerar projectos de investimento com um valor actual líquido positivo, pois isso significaria a existência de rendas supra-normais.

As condições extremas de concorrência perfeita implicam que qualquer empresa possa replicar sem custos as cadeias de valor das empresas que tenham identificado formas mais eficientes de competir num sector. Nestas condições, todos os projectos de investimento eficientes tendem a ser projectos com valor actual líquido igual a zero, não sendo possível a criação de valor.

Os pressupostos anteriores podem formalizar-se através do modelo de fluxos financeiros de três componentes: $VAL_t = - I_0 + [\sum_{t=1}^{n} CF_t / (1+t_a)^t] + [VR / (1 + t_a)^n]$, onde VAL_t é o valor actual líquido, no momento t; I_0 representa o investimento necessário no início do projecto; CF_t são os fluxos financeiros disponíveis, no momento t; VR_n é o valor residual nominal do projecto, no momento n; t_a é o custo de oportunidade do capital, diferenciado para cada momento no tempo; t representa os diferentes momentos do horizonte temporal; e n define a dimensão do horizonte temporal durante o qual se espera que a estratégia definida acrescente valor.

A potência deste modelo tem em consideração os seguintes aspectos:

- a qualidade das previsões para um dado horizonte temporal, que servem de base à elaboração dos documentos de previsão a preços correntes (respondendo à questão: durante quanto tempo as estratégias irão gerar valor?);
- os fluxos financeiros previsíveis gerados em diferentes momentos (quanto vai ser libertado?);
- o custo de oportunidade do capital investido, em cada momento (qual o valor do risco?);
- a actualização, para o momento da decisão, dos fluxos financeiros gerados pela empresa, tendo em conta o custo de oportunidade do capital em cada momento.

O valor actual líquido resulta da soma dos fluxos financeiros assim actualizados.

Então, os projectos com valor actual líquido positivo indiciam o aproveitamento de oportunidades (ou ineficiências) de mercado por parte do seu promotor, gerando rendas supra-normais durante o período de vida considerado. Ou seja, durante este horizonte temporal verificam-se os pressupostos que caracterizam o mercado de concorrência perfeita, estando a empresa a criar valor económico a partir dos projectos com valor actual líquido positivo[4].

Constata-se assim, que na ausência de imperfeições de mercado, não é possível a criação de vantagens competitivas sustentáveis, nem projectos de investimento cujo valor actual líquido seja positivo. Isto implicaria que a concorrência seria incapaz de replicar com êxito a cadeia de valor da empresa, o que contraria os pressupostos do mercado de concorrência perfeita.

A ideia base desta análise é que o valor económico é sustentado na dificuldade de replicação das vantagens competitivas duradouras pelas outras empresas do sector. Se os concorrentes actuais ou potenciais puderem replicar essas vantagens sem grandes dificuldades, as nossas vantagens competitivas serão anuladas muito rapidamente. Portanto, o que confere valor às vantagens competitivas é a sua exclusividade e durabilidade, pois ambas as características são a garantia de benefícios actuais e futuros e das oportunidades de crescimento empresarial.

- **O mercado de capitais e a criação de valor**

A criação de valor apoia-se na exploração de vantagens competitivas duradouras, que resultam de imperfeições do mercado de bens e serviços. Para a materialização do valor económico gerado pela empresa, na óptica financeira, o mercado de capitais desempenha um papel crucial. É neste mercado que se compra e vende o valor das empresas, i.e., se negoceiam as rendas empresariais actuais e futuras, na forma de títulos (acções ou dívida) que proporcionam o direito a tais rendas. O mercado de capitais pode assumir diferentes formas de eficiência[5], dependendo da quantidade de informação integrada nos preços (Fama, 1970).

No mercado de capitais actuam os investidores financeiros, comparando a rendibilidade esperada dos investimentos da empresa com a rendibilidade que eles próprios exigem, em função do risco que assumem ao financiar tais investimentos. Da comparação da rendibilidade esperada com a rendibilidade exigida, surge a quantificação do valor económico no mercado de capitais.

Este raciocínio é válido, independentemente de uma empresa estar cotada ou não numa bolsa de valores. No caso das empresas cujos títulos não se negoceiam nas bolsas de valores, e nas quais se supõe existir um empresário ou gestor, é necessário reconhecer que este também é implicitamente um investidor no mercado de capitais. Quando esse empresário ou gestor procede à avaliação de investimentos, compara a rendibilidade exigida, o seu custo de oportunidade do capital, com a rendibilidade esperada. Este custo de oportunidade, para um decisor racional, será a rendibilidade que ele espera obter no mercado de capitais, suportando um risco similar ao do investimento que está a avaliar. Logo, o que acontece no mercado de capitais é de grande importância para todas as empresas, independentemente de os seus títulos estarem ou não cotados nesses mercados. Enquanto a rendibilidade exigida é um custo de oportunidade para os investidores financeiros, a rendibilidade esperada depende do conjunto de vantagens competitivas que os gestores da empresa sejam capazes de criar e de explorar. Quanto mais exclusivas e duradouras forem estas vantagens competitivas, maiores serão as possibilidades que a empresa tem de se distanciar da concorrência; consequentemente, maiores benefícios futuros e oportunidades de crescimento e maiores níveis de rendibilidade esperada, logo, maior criação de valor.

A origem do valor no sector da construção e obras públicas

Muitos dos projectos das empresas do sector da construção e obras públicas decorrem durante períodos de tempo consideráveis, por vezes anos. Assim, a definição do horizonte temporal de uma estratégia deve ter em conta o período de tempo em que os projectos que a empresa tem em carteira se desenvolvem.

Vejamos algumas características deste sector:

- ***Actividade das empresas.*** A actividade das empresas de construção e obras públicas pode ser entendida como uma sequência de projectos alternativos e irreversíveis

(Trigeorgis, 1996), com ciclos de vida diferentes, os quais podem proporcionar oportunidades de crescimento cujo valor depende da discricionariedade dos investimentos futuros (Myers, 1977).

A construção é uma actividade económica com marcada especificidade e caracterizada por uma grande diversidade de projectos, onde cada obra é, geralmente, um caso particular. Não existe, por conseguinte, padronização nem de produtos nem de processos de fabrico. Neste contexto, a noção de irreversibilidade traduz-se no facto de uma decisão sobre a escolha de um projecto condicionar o número e a natureza dos projectos futuros num dado horizonte temporal. Se é possível, em qualquer momento, parar o desenvolvimento de uma estratégia empresarial, já é mais difícil desfazermo-nos dos investimentos comprometidos nesse projecto, devido à ausência de um mercado organizado e com liquidez;

- ***Estrutura do mercado.*** A construção é uma actividade essencialmente local, com uma procura que vai do Estado, das multinacionais, aos pequenos promotores tradicionais e aos particulares. Do lado da oferta, o sector é constituído por empresas de diferente dimensão e graus de especialização. De um lado, encontram-se as empresas artesanais, geralmente muito especializadas num produto ou numa técnica, empregadoras de um pequeno número de pessoas. Do outro, as empresas de construção industrial e obras públicas, normalmente responsáveis por grandes projectos, frequentemente em parcerias, e que executam obras para o sector público e/ou para grandes empresas privadas;
- ***Produtos e serviços.*** O sector da construção e obras públicas exerce uma actividade económica com marcada especificidade e caracterizada por uma grande diversidade:

– de projectos, onde cada obra é, geralmente, um caso particular. Não existe, por conseguinte, padronização nem de produtos nem de processos de fabrico;
– de produtos, que cobrem tanto a habitação tradicional como uma estrada, um edifício inteligente ou uma barragem;
– de operações produtivas, onde o produto final resulta da acção combinada de várias especialidades com graus diferenciados de exigência e tecnologia;
– de tecnologias, em resultado da combinação de dois factores – das várias especialidades que intervêm numa empreitada; da coexistência, no quadro de cada especialidade, das novas tecnologias com as tradicionais;
– de unidades produtivas, com estabelecimentos industriais 'clássicos', pouco evoluídos tecnologicamente e com grande peso do factor mão-de-obra, em paralelo com empresas de ponta, dispondo de meios e capacidades claramente acima da média. É esta diversidade das actividades de construção que permite que se caracterize este sector como heterogéneo, fragmentado e segmentado;

- ***Discricionariedade dos gestores.*** Para Myers e Majluf (1984), a assimetria de informação entre os gestores - geralmente melhor informados sobre as capacidades da sua empresa e actuando na defesa dos actuais accionistas - e o mercado, leva a que aqueles, por vezes, possam implementar projectos com valor actual líquido negativo (fenómeno de selecção adversa, que poderá conduzir ao enraizamento dos gestores), recorrendo ao mercado para o seu financiamento com capitais alheios, transferindo, assim, o risco para os financiadores.

Metodologia

O valor actual líquido (VAL) era o paradigma dominante na avaliação financeira *ex-ante* de projectos de investimento, no período sobre o qual fizemos a análise (1988-2000). Por tal motivo, cremos que se justifica utilizar a metodologia do Valor Económico Acrescentado (*Economic Value Added* - EVA®), como métrica *ex-post* do desempenho global dos projectos implementados, por ambas as metodologias partilharem os mesmos pressupostos teóricos (Albouy, 1999; Grinblatt e Titman, 2002; Neves, 2002). Aferia-se, assim, a criação ou não criação de valor.

- **Amostra de conveniência e sua dimensão**

À semelhança do que acontecia nos outros países da União Europeia (Eurostat, 1995), a estrutura do sector da construção civil e obras públicas, em Portugal, era caracterizada pela existência de um reduzido número de grandes empresas, seguidas de uma importante franja de empresas de média dimensão. Por último, surgia uma grande massa

de pequenas construtoras, especializadas em determinados trabalhos e que exerciam a sua actividade em mercados mais específicos e de âmbito local. Acrescia ainda o facto de uma parcela significativa da produção das maiores empresas ser realizada por recurso à subcontratação destas pequenas empresas especializadas.

Em investigação qualitativa, a dimensão da amostra era difícil de definir em termos quantitativos. Contudo, um critério permanecia incontornável: a amostra devia produzir novos factos e um máximo de informação (Deslauriers, 1991). Para confirmar ou infirmar uma teoria, o estudo de casos múltiplos requeria entre três a dez casos, dependendo dos objectivos do investigador (Yin, 1993; Robson, 2001), enquanto Eisenhardt (1989) recomendava entre quatro a dez bons casos.

Seguindo este raciocínio, foi seleccionada uma amostra de conveniência[6], cuja dimensão (seis empresas) resultou da aplicação dos critérios de selecção pré-estabelecidos, de modo a que as ligações observadas entre os conceitos pudessem ser nitidamente acentuadas. Esta amostra era constituída por empresas de grande dimensão, com estruturas organizacionais complexas (Fama e Jensen, 1983) e com um envolvimento considerável no sector, actuando como empreiteiros gerais. Estavam obrigadas a depositar e publicitar os seus documentos de prestação de contas individuais, permaneceram sempre entre as vinte maiores empresas do sector, no horizonte temporal definido, e a sua propriedade e gestão eram juridicamente independentes.

• Dados

Os dados históricos contabilísticos relativos às empresas da amostra foram recolhidos, nas demonstrações económico-financeiras individuais, de acordo com o Decreto-lei n.º 410/89 de 21 de Novembro, auditadas à data de 31 de Dezembro de cada ano. Procedeu-se à 'reconversão' das demonstrações financeiras anteriores àquela data (1988 e 1989) para os novos formatos, respeitando a homogeneidade e a integralidade de cada conta (Borges *et al.*, 2002).

Para uma aproximação ao cálculo do capital investido, socorremo-nos da perspectiva financeira, na qual o valor do capital investido era obtido pela soma dos fundos próprios (situação líquida), ou fundos equiparáveis a fundos próprios (provisões para riscos e encargos, empréstimos por obrigações convertíveis, contas de accionistas), e de todo o passivo remunerado. Este englobava as dívidas a terceiros (médio e longo-prazo, e de curto-prazo), i.e., os compromissos que acarretavam custos financeiros explícitos. No caso concreto do sector da construção e obras públicas, aceitava-se uma extensão do conceito de estrutura de capital, no sentido dado por Rajan e Zingales (1995), e constatado pelo Banco de Portugal (2000), englobando nos capitais alheios também a componente de curto-prazo. Tal extensão justificava-se pelo facto de os capitais alheios de curto-prazo estarem em regime de *revolving*, i.e., eram contratos de financiamento bancário com um horizonte temporal inferior a um ano, mas incluíam uma cláusula de opção de extensão deste prazo, sem limitar o número de renovações. Ou seja, na sua classificação contabilística deveria prevalecer o princípio da substância sobre a forma. Logo, as empresas geriam estes fundos como se de fundos de médio e longo-prazo se tratassem. Era um conceito mais próximo do endividamento líquido referido na literatura (Vernimmen, 2002).

Obteve-se um «spread» médio negativo de 4,6%, equivalente a cerca de 1,0% da produção acumulada daquelas empresas. Ou seja, na perspectiva financeira, houve destruição de valor.

Para o cálculo do custo médio ponderado do capital utilizado, consideramos como taxa de custo de oportunidade do capital próprio, a rendibilidade proporcionada pelos títulos garantidos pelo Estado português[7], acrescido de um prémio de risco de 5%, consistente com os raciocínios de Bancel e Perrotin (1999), Bancel e Ceddaha (1999), e Damadoran (2002), os quais sugeriam um prémio de risco consoante as características dos mercados financeiros.

Para calcular o custo real do capital alheio (Vernimmen, 2002), considerámos todos os encargos suportados (juros suportados mais outros custos e perdas financeiras) como estando relacionados com a média anual do capital alheio utilizado (na versão da extensão do conceito de estrutura de capital).

A taxa marginal de imposto sobre as sociedades conside-

rada foi a taxa de IRC em vigor em cada ano, acrescida da derrama.

- **Resultados**

No horizonte temporal 1988-2000, num total de 78 observações, apenas três delas registaram um *spread* positivo, em duas empresas. Estas obtiveram uma rendibilidade média do capital investido de 5,8% *versus* um custo médio de 10,4%. Logo, obteve-se um *spread* médio negativo de 4,6%, equivalente a cerca de 1,0% da produção[8] acumulada daquelas empresas. Ou seja, na perspectiva financeira, houve destruição de valor.

Conclusões

O objectivo principal de qualquer gestor deverá ser a criação de valor económico, através da obtenção de desempenhos acima da média do sector, procurando aproveitar as oportunidades ou insuficiências do mercado. O modelo prospectivo que possibilita aos gestores tomarem decisões atempadas, sustentadas nos factores geradores de valor, assenta numa abordagem sistémica, elaborando estratégias que prossigam o objectivo de manter ou reforçar as suas vantagens competitivas, devendo produzir impacto ao nível do valor da empresa.

No caso particular do sector da construção e obras públicas, a criação de valor é influenciada por muitos factores: a actividade das empresas, caracterizada por uma extensa cadeia de valor, a estrutura do mercado, a especificidade dos produtos e serviços, e a discricionariedade dos gestores. Será a correcta coordenação destas actividades que irá gerar os lucros supra-normais e não os elevados valores de facturação. ■

Notas

1. O conceito de lucro económico difere do de lucro contabilístico, por ter em conta os custos de oportunidade, i.e., as receitas de que a empresa abdica ao não dar a cada um dos seus activos a melhor utilização alternativa possível.

2. É importante distinguir entre 'rendas normais' e 'rendas supra-normais'. As primeiras são os benefícios mínimos que permitem a sobrevivência da empresa a longo-prazo, pois cobrem o custo total da produção (o qual inclui a rendibilidade mínima exigida pelas fontes de financiamento). As rendas supra-normais são os excedentes adicionais às rendas normais. A procura destas rendas supra-normais deve ser o objectivo fundamental da gestão de qualquer empresa, e a sua consequência é a origem da criação de valor. São rendas schumpeterianas (conceito derivado de Joseph Schumpeter; rendas derivadas da inovação criada pelos empreendedores, tema central na obra daquele economista que morreu em 1950, N.E.).

3. O valor actual líquido de um investimento é, muito simplesmente, o valor actualizado dos seus lucros económicos supra-normais (ou rendas económicas). Estas, por sua vez, são dadas pelos fluxos financeiros superiores aos mínimos a obter em condições de concorrência perfeita. Se só for possível obter rendas normais, os projectos de investimento têm um valor actual líquido igual a zero. Nestas condições, os rendimentos gerados pelo projecto apenas permitem remunerar o capital e recuperar o investimento.

4. Critério de decisão para a selecção de projectos de investimento, e que reflecte princípios comuns quer das finanças, quer da estratégia empresarial.

5. O mercado será eficiente se o valor actual líquido de todas as transacções for zero. Se os custos de transacção forem nulos e se todos os investidores tiverem acesso à mesma informação, então a concorrência eliminará qualquer oportunidade de obter um valor actual líquido positivo. Toda a informação disponível estaria incorporada nos preços.

6. Era uma amostra que resultava dos critérios definidos pelo investigador, em função dos elementos a que tinha acesso, admitindo que estes possam, de alguma forma, representar o universo, sendo, por isso, destituída de qualquer rigor estatístico (Gil, 1999).

7. Para estimar estas taxas, tomámos como melhor opção as Taxas de Juro de Títulos de Dívida Pública - Empréstimos com aval do Estado, para os anos de 1986 a 1992 (os títulos considerados eram os transaccionados em Bolsa de Valores), e as Taxas de Rendibilidade das Obrigações do Tesouro (YTM) de Taxa Fixa, a 10 anos, para os anos de 1993 a 2000, por serem no mercado os títulos com menor risco total (Neves, 2002; Damodaran, 2002). Esta escolha deveu-se também a ambos os títulos representarem investimentos de longo-prazo e incorporarem os prémios de expectativas da inflação para o mesmo período. Adicionalmente, nenhum destes títulos era instrumento de política monetária que pudesse ser usado por especuladores no mercado externo, ou como instrumento de aplicação de excessos de liquidez (Alpalhão e Alves, 2005).

8. O volume de negócios constituía o elemento essencial na apreciação do desempenho a prazo de uma empresa, por traduzir o conjunto das actividades objecto do seu propósito. Contudo, na análise de apenas um exercício, aquela variável poderia traduzir de maneira inexacta o conjunto das actividades, pelo que foi utilizado o conceito de 'produção' (proveitos de exploração) como uma métrica mais correcta, por permitir comparar os consumos do exercício com a base das actividades às quais eles correspondiam. Esta correcção assumia tanto mais importância quanto as empresas, ou o sector de actividade em que elas actuavam, se caracterizasse por um montante elevado de stocks ou de trabalhos em curso (Vernimmen, 2002). Era o caso do sector da construção e obras públicas.

Referências bibliográficas

ALBOUY, Michel (1999b), «Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur». *Revue Française de Gestion*, 122, pp. 81-90.

ALPALHÃO, Rui e ALVES, Paulo (2005), «The Portuguese equity risk premium: What we know and what we don't know». *Applied Financial Economics*, Forthcoming.

BANCEL, Franck e CEDDAHA, Franck (1999), «Vers une prime de

risque unique?». *Analyse Financière*, 119, pp. 81-92.

BANCEL, Franck e PERROTIN, Thomas (1999), «Le coût du capital dans les pays émergents". Na Web em: www.vernimmen.net/ftp/cmpcpaysemergents.pdf.

BORGES, António; RODRIGUES, Azevedo e RODRIGUES, Rogério (2002), **Elementos de Contabilidade Geral**. 20.ª ed., Areas Editora, Lisboa.

BREALEY, Richard e MYERS, Stuart (2003), **Principles of Corporate Finance**. 7th ed., McGraw-Hill.

COPELAND, Thomas; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack (2001), **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc.

DAMODARAN, Aswath (2002), **Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc., EUA.

DESLAURIERS, Jean-Pierre (1991), **Recherche Qualitative: Guide Pratique**. McGraw-Hill, Montreal, Canadá.

EISENHARDT, Kathleen M. (1989), «Building theories from case study research». *Academy of Management Review*, 14(4), pp. 532-550.

EUROSTAT (1995), **A Europa em Números**. 4ª ed., Luxemburgo, Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, Comunidade Europeia.

FAMA, Eugene F. (1970), «Efficient capital markets: A review of theory and empirical work». *Journal of Finance*, 25, pp. 427-465.

FAMA, Eugene F. e JENSEN, Michael C. (1983), «Separation of ownership and control». *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.

GONÇALVES, Fernando e FERRO, Pedro (2001), «Estratégias Empresariais e Complexidade». *In* Miguel Pina e Cunha, José Manuel Fonseca e Fernando Gonçalves (org.), **Empresas, Caos e Complexidade: Gerindo à Beira de um Ataque de Nervos**, Editora RH, Lisboa.

GRINBLATT, Mark e TITMAN, Sheridan (2002), **Financial Markets and Corporate Strategy**. 2nd ed., International Edition, McGraw-Hill, EUA.

MARTINET, A. Charles (1983), **Stratégie**. Librairie Vuibert, Paris, França.

MYERS, Stewart C. (1977), «Determinants of corporate borrowing». *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-176.

MYERS, Stewart C. e MAJLUF, Nicholas S. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-224.

NEVES, João C. (2002), **Avaliação de Empresas e Negócios: Fundamentos, Técnicas e Aplicações**. McGraw-Hill, Lisboa.

PERLOFF, Jeffrey M. (1999), **Microeconomics**. Addison-Wesley, EUA.

PORTER, Michael E. (1980), **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. McMillan Publishing, The Free Press, New York, EUA.

PORTER, Michael E. (1985), **Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance**. McMillan Publishing, The Free Press, New York, EUA.

PORTER, Michael E. (1996), «What is strategy?». *In* Michael E. Porter (ed.) (1998), **On Competition**, Harvard Business Review Book Series.

RAJAN, Raghuram G. e ZINGALES, Luigi (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-1460.

ROBSON, Colin (2001), **Real World Research: A Resource for Social Scientists and Practitioner - Researchers**. Blackwell Publishers.

THOMPSON, Arthur e FORMBY, John (1993), **Economics of the Firm: Theory and Practice**. Prentice Hall.

TRIGEORGIS, Lenos (1996), **Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation**. 5ed, MIT Press, Cambridge.

VERNIMMEN, Pierre; QUIRY, Pascal; e FUR, Yann Le (2002), **Finance d'Entreprise: Théorie et Pratique de la Finance**. 5eme éd., Dalloz.

WHEELEN, Thomas L. e HUNGER, J. David. (2002), **Strategic Management and Business Policy**. 8th, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, EUA.

YIN, Robert K. (1993), **Applications of Case Study Research**. SAGE, EUA.

