



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

The absent players:

The impact of firm with no trading activity

José Eduardo Moura Almeida

Faculdade de Economia e Gestão
2013



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

The absent players: The impact of firm with no trading activity

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em (especialidade)

por

José Eduardo Moura Almeida

sob orientação de
(Phd) Paulo Alves

Universidade Católica Portuguesa
Novembro de 2013

Agradecimentos

Gostaria de deixar um breve agradecimento a todos os que me acompanharam ao longo deste importante passo, mas também ao longo da minha Vida.

Ao meu lindo filho Francisco que nasceu durante a elaboração deste trabalho, sendo a fonte e força de inspiração para a sua conclusão.

Aos meus Pais e Avô, que me proporcionaram Tudo, que me deram este mundo e o outro.

À minha mulher Sofia, a voz da minha consciência, pelo exemplo diário de determinação, pelo carinho e por acreditar em mim.

Ao meu irmão, Miguel um exemplo de hombridade, carácter e lealdade.

À minha Avó, pelo carinho que só uma Avó sabe dar.

Ao meu Avô paterno, que já não se encontra junto de nós.

A todos os meus familiares.

À Susana Pinto e José P. Noronha pela confiança e apoio inexcedível.

A todos os meus amigos, em especial, Xina, Pedro, António, Miguel e Carlos.

Ao meu Orientador, Pr. Dr. Paulo Alves, a quem agradeço a paciência e apoio ímpar para que este trabalho fosse possível.

Com a certeza de que “andamos e não chegamos, porque andar é tudo, princípio e fim”, este trabalho será mais um passo, porque “a quem muito se dá, muito se exige.”

Resumo

Este estudo tem como objectivo caracterizar o tipo de empresas que estando admitidas e cotadas em bolsa, apresentam baixos níveis de volume de transação.

A literatura que se foca nos mercados de capitais de forma recorrente utiliza o mercado como um todo ou analisa apenas as maiores empresas (normalmente as incluídas nos índices de referência, por exemplo FTSE 100), mas pouca ou nenhuma atenção é dada ao facto de que um número considerável de empresas cotadas não transacciona.

O nosso estudo pretende ser exploratório na tentativa de caracterizar estas empresas que estrategicamente optam por estar cotadas incorrendo em levados custos e em acrescidas obrigações legais, sendo que para tal analisaremos as empresas cotadas na *London Stock Exchange*.

Palavras-chave: mercado de capitais, admissão à negociação em bolsa, volume transacionado, transação nula.

Abstract

This study aims to identify what kind of firms are listed on stock exchange market with a very low volume traded.

The literature that focused on financial markets uses the market as a whole or only highlight the largest firms (namely the firms listed in most important indexes, for instance FTSE 100), but no such relevant study are focused on listed companies with zero volume traded.

Our study aims to be exploratory, trying to characterize these firms that strategically choose to be listed incurring in huge costs and under exigent regulatory compliance.

Our analysis scope is London Stock Exchange listed firms.

Keywords: stock market, listing, volume traded.

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo	iv
Abstract	v
Índice	vvi
Índice de Figuras.....	vii
Índice de Tabelas	viii
Introdução.....	11
Capítulo 1: A decisão de estar admitida à cotação	14
1. Enquadramento	14
2. "Why going public".....	16
3. Vantagens	18
4. Desvantagens	21
5. Requisitos de admissão.....	25
Capítulo 2: Os determinantes da transação	28
Capítulo 3: Evidência Empírica: Análise FTSE UK.....	31
1. Análise Empírica LSE.....	32
2. Metodologia e variáveis de base	39
3. Caracterização das empresas com baixo nível de transação	48
Conclusão.....	53
Bibliografia.....	54

Índice de Figuras

Figura 1 – Estrutura de custos do mercado de capitais.....	23
Figura 2 – Candidatura à admissão: Custos directos.....	23
Figura 3 – Continuidade na admissão: Custos directos.....	24
Figura 4 – Vantagens e Desvantagens de um OPI.....	24
Figura 5 – Comparativo dos critérios de admissão.....	26
Figura 6 – Critérios-chave de continuidade.....	27
Figura 7 – Classificações da medida Volume.....	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Amostra do número de empresas por ano de análise.....	32
Tabela 2 – Top 60 do sector de actividade da amostra.....	34
Tabela 3 – Estatística Descritiva.....	36
Tabela 4 – Percentagem de dias de transação com base no Volume.....	46
Tabela 5 – Percentagem de dias de transação com base na variação de Preço.....	46
Tabela 6 – Percentagem de dias de transação com base na variação de Preço em 2 dias consecutivos.....	46
Tabela 7 – Estatística Descritiva da variável Volume.....	49
Tabela 8 – Estatística Descritiva da variação Preço em 2 dias consecutivos.....	51

Introdução

A dissertação com o tema *The absent players: The impact of firm with no trading activity* propõe caracterizar as empresas que, optando por permanecer listadas e admitidas à negociação na bolsa de valores, apresentam ao longo do(s) ano(s) ausência de volume de transacionado.

Este estudo exploratório, ao contrário do que a literatura financeira habitualmente analisa, debruçar-se-á sobre as empresas que estando cotadas na bolsa de valores, não transacionam.

Perante as exigências legais ao nível da obrigatoriedade de divulgação de informação ao mercado e os custos que as empresas incorrem por estarem listadas e admitidas à negociação em Bolsa, que vantagens encontram as empresas que apresentam recorrentemente um volume de transação nulo.

Neste trabalho pretendemos caracterizar este tipo de empresas.

Com efeito, no capítulo “A decisão de estar admitida à cotação” será efectuado um breve enquadramento, salientando a importância e benefícios que os mercados financeiros proporcionam às empresas e economia como um todo, abordando o seu papel e funções.

Nesse sentido, far-se-á uma explicitação dos factores que levam as empresas a entrarem no mercado de capitais, descrevendo de seguida as principais vantagens e desvantagens da admissão à negociação em bolsa.

O capítulo encerrará com a descrição dos requisitos de admissão à bolsa de valores, bem como os requisitos de continuidade que a empresa tem de cumprir.

No capítulo seguinte “Os determinantes das transações” serão ainda apresentados os motivos pelos quais ocorrem as transações, qual o papel da informação e a influência que esta desempenha na tomada de decisão pelo investidor.

No capítulo “Evidência Empírica: Análise FTSE UK” pretende-se identificar e caracterizar que empresas apresentam volume de transação nulo, recolhendo para o efeito, entre o ano de 2007 e de 2011, os valores das variáveis Preço, Total de Activo, Capital Próprio, Resultado Líquido, Valor de Mercado e Volume de transação da base de dados *Datastream*.

Os dados das variáveis foram utilizados para efectuar a estatística descritiva, tendo sido posteriormente utilizados os dados das variáveis Preço e Volume para analisar a percentagem de dias que as empresas transacionaram. Esta análise foi efectuada em 3 etapas:

A primeira etapa consistiu em analisar a evolução inter-diária das variáveis Preço e Volume classificando-as em variável binária (0, sem transação e 1 com transação).

A segunda etapa consistiu na análise dos resultados por ano de observação, no sentido de obter a percentagem de dias que determinada empresa transacionou em cada ano.

A terceira e última etapa, consistiu na segmentação dos resultados por intervalo, desde 0% até 100%.

No entanto e dado que uma empresa pode registar uma variação inter-diária no Preço nula e possuir volume de transação, adicionou-se um segundo nível de análise que consistiu em verificar se a empresa regista em 3 dias consecutivos uma variação nula. Isto é, analisou-se a variação do Preço do dia $N+2$ relativamente ao Preço do dia $N+1$ que por sua vez comparou-se com o Preço do dia N . Assim, se em 2 dias consecutivos o Preço da empresa regista variação nula, atribui-se o valor 0, caso contrário atribui-se o valor igual a 1, isto é que a empresa transaccionou.

Por último efectuou-se a caracterização das empresas que registaram um baixo volume de transação, tanto pela análise da variável Volume como pela variável Preço.

Capítulo 1

A decisão de estar admitida à cotação

1. Enquadramento

O mercado de capitais, enquanto sistema organizado e estruturado de captação de poupança para o investimento produtivo ou de redistribuição do risco, desempenha um papel preponderante no desenvolvimento económico e social (Santos, 2001).

O mercado de capitais beneficia a economia de inúmeras formas. A sua capacidade para alocação de recursos permite aos indivíduos regular as suas decisões de consumo e poupança no médio prazo e às empresas possibilita a entrada de capital ao menor custo possível, habilitando as empresas a investir em projectos produtivos e, por conseguinte crescer no mercado (Baur e McKeating, 2009).

Beneficia ainda o mercado, actuando como um “regulador” na medida em que sinalizam os agentes sempre que os gestores adoptem práticas menos lícitas ou políticas lesivas, algo que se reflecte no aumento do prémio de risco e na queda do preço das acções (Dudley e Glenn , 2004).

“A existência de um mercado primário de valores mobiliários activo, que se constitua como fonte privilegiada de financiamento das empresas para suportar uma estrutura de capitais que combine recursos próprios (obtidos pela colocação de acções em mercado) com recursos alheios (provenientes, designadamente, da emissão de obrigações), é indispensável para que as empresas possam adquirir a

estrutura financeira que potencie o seu crescimento no quadro de uma economia global e de livre circulação de capitais.” (Santos, 2002)

A relação entre o nível de crescimento económico de um país com o grau de desenvolvimento do sistema financeiro é tema amplamente debatido pela teoria económica. Apesar da ênfase atribuída ao papel e contributo dos Bancos nas economias (Schumpeter, 1911), têm sido recentemente divulgados estudos destacando o contributo decisivo que o mercado de capitais desempenha para o crescimento económico (Levine e Zervos, 1996).

O mercado de capitais proporciona uma maior eficiência na alocação de capital e diversificação do risco, potenciando um conjunto de benefícios para as economias, tais como o aumento da produtividade, o crescimento real dos salários, melhores oportunidades de emprego e estabilidade macroeconómica (Dudley e Glenn , 2004).

Levine e Zervos (1996), através da análise empírica a 49 países entre o ano de 1976 e o de 1993, investigaram em que medida o mercado de capitais induz a maiores taxas de crescimento económico, acumulação de capital e melhoria da produtividade, tendo chegado à conclusão de que a liquidez do mercado de capitais, medida pelo volume de acções transacionado relativamente à dimensão do mercado e também relativamente à dimensão da economia, está positivamente correlacionada com as actuais e futuras taxas de crescimento económico, acumulação de capital e crescimento da produtividade (Levine e Zervos, 1996).

Com efeito, nas últimas décadas, verificou-se uma maior expansão económica em economias onde o mercado de capitais domina o sistema financeiro, tais como os Estados Unidos da América (EUA) e Reino Unido, comparativamente a países onde o sistema financeiro é dominado pelos Bancos, como é o caso da Alemanha, França ou do Japão (Dudley e Glenn , 2004).

Um mercado de capitais desenvolvido potencia ainda o e desenvolvimento tecnológico.

A oscilação da oferta e procura associada à melhoria do *outlook* da empresa incorporam-se de imediato no preço da acção. Com efeito, o sinal positivo na variação do preço da acção encoraja (pela subida do preço) a entrada de capitais na empresa, movimento esse que potencia o seu crescimento, permitindo o investimento em novas áreas de negócio bem como o desenvolvimento de processos e/ ou tecnologias mais eficientes (Dudley e Glenn , 2004).

Efectivamente, um sistema financeiro desenvolvido constitui um factor determinante para o bom desempenho económico e crescimento no padrão de vida de uma economia. Para que tal se verifique, é preponderante a existência de uma base sólida que consiste, na correcta aplicação das leis e direitos de propriedade, transparência e rigor nos relatórios financeiros, e existência de leis e regulamentos que proporcionem um bom *corporate governance* (Dudley e Glenn , 2004).

2. “Why going public?”

Está devidamente demonstrado na literatura financeira que a estrutura da propriedade de uma empresa é um das mais relevantes determinantes do valor da empresa (Mello e Parsons, 1997).

Com efeito, uma das decisões mais importantes a tomar por uma empresa é a escolha da estrutura da propriedade. Consideram-se dois diferentes tipos de propriedade, a “pública” que se caracteriza pelo processo de admissão e negociação de acções em bolsa de valores cujo controlo e propriedade está disseminado por

múltiplos accionistas. O outro tipo de propriedade é a “privada” que, geralmente, está concentrado num número restrito de investidores, não sendo estas empresas cotadas em bolsa. Ainda assim podem ser entidades registadas em bolsa para a emissão de outros instrumentos financeiros, nomeadamente obrigações (Boot et al, 2003).

A admissão à negociação em bolsa de valores via Oferta Pública Inicial (OPI) é uma forma que as empresas dispõem de utilização dos mercados financeiros, conferindo a oportunidade a inúmeros investidores de adquirirem acções (e, por conseguinte uma parte da propriedade da empresa), beneficiando a empresa de uma fonte de capital a um menor custo para investimento em projectos produtivos (Baur e McKeating, 2009).

A decisão de uma empresa se tornar pública é bastante complexa, sendo influenciada por inúmeras considerações sobre as vantagens e desvantagens, sobrando uma ideia relativamente consensual, mas insuficiente, que sustenta que a admissão à negociação é uma etapa no processo de crescimento da empresa (Pagano et al, 1998).

O benefício líquido que uma empresa obtém ao tornar-se pública, entre outros, também está dependente do modelo regulatório, conforme será descrito no capítulo Evidência Empírica: Análise FTSE UK, e ainda pelas características da empresa (Mendoza, 2008).

As determinantes da decisão de se admitir à negociação em Bolsa podem ser inferidas *ex ante*, pelas características das empresa, e *ex post*, pelas consequências dessa decisão ao nível da política de investimento e financeira da empresa.

No entanto, a importância de algumas características apenas poderá ser aferida com a observação *ex post* que vai permitir avaliar e sustentar a evidência dessas determinantes (Pagano et al, 1998).

Uma das características associadas à decisão da empresa se tornar “pública” é o rácio *market-to-book*, ao qual a empresa transacciona comparativamente ao rácio do seu sector.

O aumento de um ponto percentual no rácio *market-to-book* aumenta a probabilidade de uma OPI em 25% (Pagano et al, 1998).

Pagano et al (1998) aponta ainda a dimensão da empresa, perspectivas de crescimento e rentabilidade como principais determinantes para a decisão de uma empresa se tornar “pública”.

3. Vantagens

Quando analisadas as diferentes opções de financiamento, há um conjunto de factores que assumem especial importância para uma empresa optar pela admissão à bolsa de valores. O acesso ao mercado de capitais proporciona, às empresas que nele são admitidas, um conjunto de vantagens, que não são aplicáveis quando uma empresa não se encontra admitida à negociação em bolsa.

Com efeito, a admissão à negociação na bolsa de valores constitui uma fonte de financiamento alternativa à banca, algo que permite ultrapassar os constrangimentos de financiamento (Pagano et al, 1998). Constitui uma fonte de financiamento fora do

tradicional sistema bancário, permitindo arrecadar capital, e, por conseguinte financiar a actividade da empresa sem incorrer em dívida, reduzindo assim o seu custo do capital.

Esta é, reconhecidamente, a principal vantagem que o acesso ao mercado de capitais confere (Bainbridge, 2002).

Decorrente da admissão à negociação em bolsa surge outra situação relativamente ao custo da dívida. A divulgação de informação ao mercado irá tornar público um conjunto de informações que até então era privilegiada da(s) instituição(ões) financeira(s) com quem a empresa tinha relação. Os novos potenciais financiadores estarão em condições de competir e oferecer soluções mais competitivas, originando uma redução no custo dos empréstimos e, por conseguinte no custo de capital (Bainbridge, 2002).

Desta forma, a admissão à negociação em bolsa de valores é a forma que as empresas encontram para crescer, financiar e expandir o seu negócio (LSE, 2010a).

Por outro lado, a admissão à negociação perfila-se ainda um importante evento de informação e de monitorização.

As empresas ficam submetidas a maiores requisitos regulatórios, de divulgação de informação, o que significa que passa a existir mais informação para o mercado e para os investidores passando a assumir assim um compromisso para com a comunidade financeira e os seus accionistas.

São estes compromissos que se perfilam como uma oportunidade para a empresa se reorganizar ao nível da sua estrutura, melhorando processos e instituindo medidas com benefícios directos no relacionamento com colaboradores, clientes e fornecedores (Ashbaugh et al, 2005).

A vantagem relacionada com a redução do custo de capital está directamente relacionada com a vantagem da divulgação de informação e sistema de monitorização, dado que aumenta a credibilidade da empresa em relação às instituições financeiras, algo que geralmente permite condições de empréstimo mais favoráveis (Pagano et al, 1998).

A admissão à bolsa de valores confere prestígio à empresa, notoriedade aos seus gestores, facilitando a promoção dos respectivos produtos e serviços, dando-lhes visibilidade e potenciando o desenvolvimento do negócio (Bainbridge, 2002).

Por outro lado, a empresa passa a pertencer a uma comunidade, beneficiando da partilha de experiências e melhores práticas com um conjunto diferenciado de empresas que se encontram admitidas à negociação na bolsa de valores (LSE, 2010a).

A admissão à negociação em bolsa tem ainda um impacto positivo no plano interno da empresa, na medida em que, decorrente da notoriedade e visibilidade obtidas, passa a atrair recursos humanos mais qualificados, que mediante a implementação de um esquema remuneratório e de incentivos que uma empresa cotada permite (*stock options*), permite alinhar os interesses dos colaboradores com os interesses do accionista na maximização de valor da empresa (Bainbridge, 2002).

Tal como referido anteriormente, relativamente à monitorização, a admissão de uma empresa à bolsa de valores constitui um poderoso mecanismo de *governance* ao dispor das Autoridades, na medida em que as empresas que procuram a elegibilidade para serem admitidas têm que previamente cumprir um conjunto de critérios e pré-requisitos que lhes permitam ficar elegíveis para a admissão (Bainbridge, 2002).

Assim, mesmo antes da empresa estar admitida à negociação já é submetida e obrigada a actuar em conformidade com as regras regulatórias.

4. Desvantagens

De uma forma geral, os gestores de uma empresa pública dispõem de mais informação que os accionistas, pelo que esta assimetria de informação poderá provocar um impacto na qualidade de informação quando uma empresa se candidata à admissão. Esta situação poderá ser mais penalizadora para uma empresa de menor dimensão com menor histórico e visibilidade no mercado (Pagano et al, 1998).

Por outro lado e para beneficiar das múltiplas vantagens que a admissão ao mercado de capitais confere, é necessário um significativo investimento. A empresa, para efectuar a sua candidatura à admissão bem como pela continuidade, terá de incorrer em custos e cumprir um conjunto de obrigações nomeadamente de divulgação de informação ao mercado e *compliance*.

Relativamente aos custos directos, ao nível do processo de admissão, os valores mais significativos são os *fees* de admissão cobrados pela bolsa de valores e pelo *sponsor* que a empresa selecciona para assessorar o processo, bem como os *professional fees*, como por exemplo, custos com consultoria jurídica e de auditoria.

Na categoria *other costs* consideram-se os valores aplicados na melhoria e optimização do departamento financeiro da empresa, tendo em conta as novas

directrizes e regulamentos a que uma empresa cotada em bolsa passa a ter que cumprir (Mendoza, 2008).

O custo indirecto mais significativo é o impacto no valor da acção medido pela diferença entre o preço da oferta inicial relativamente ao preço de fecho no mercado após o seu primeiro dia de transação. Este fenómeno designa-se por *underpricing* que está fortemente relacionado com a assimetria de informação entre as partes envolvidas no processo de OPI (Kaserer e Schiereck, 2007). Conforme Ritter (2003) sustenta, o custo de *underpricing* varia significativamente conforme o país onde se efectue a OPI.

A empresa, por se manter admitida à negociação, incorre em custos indirectos, tais como conflitos de interesse entre proprietários e gestores, dado que os gestores têm os seus próprios objectivos que poderão não estar alinhados com os objectivos dos accionistas. Esta situação pode provocar uma visão distinta quanto à expectativa de gerar *cash-flows* da empresa. É o problema dos custos de agência e configura uma outra desvantagem de uma empresa “pública” (Stulz, 1999).

A figura n.º 1 permite esquematizar o tipo de custos entre custos de candidatura e de continuidade:

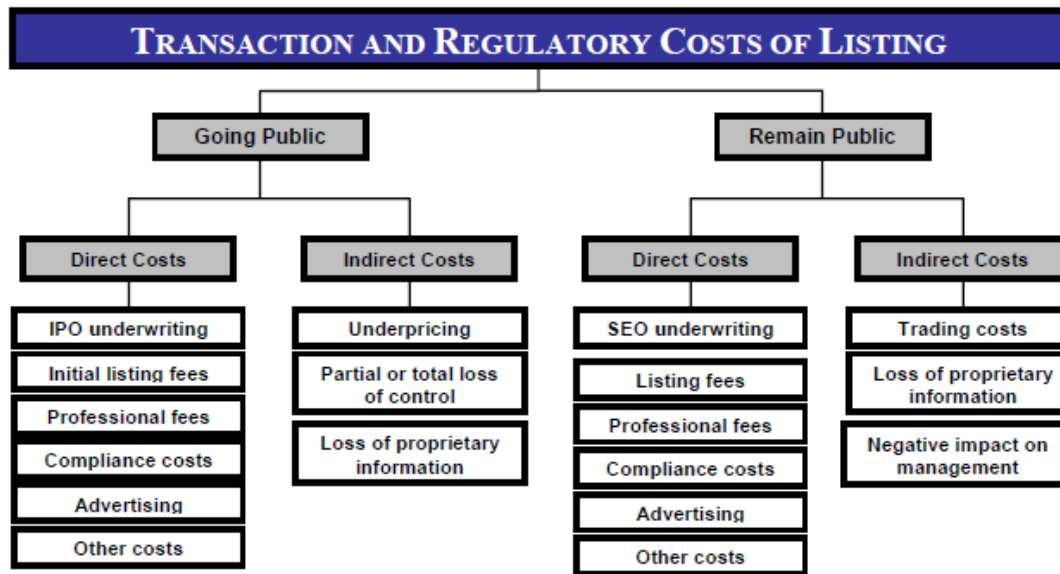


Figura 1: Estrutura de custos do mercado de capitais. Fonte: Kaserer e Schiereck (2007)

A título de exemplo, nas figuras 2 e 3 quantificam-se os custos que uma empresa incorre na fase da admissão à negociação na bolsa de Londres bem como os custos de continuidade. Assumiu-se o pressuposto para uma emissão inicial de 50 milhões de USD.

AIM IPO	
Item	Cost
Nomad / Broker Fee	\$2,000,000
Corporate Finance Fee	\$500,000
Company Counsel	\$262,000
Nomad Counsel	\$300,000
Accounting Fees	\$312,000
AIM Fee	\$7,300
Registration Fee	\$45,000
Total	\$3,426,300

Figura 2: Candidatura à admissão: Custos directos. Fonte: Mendoza (2008)

AIM	
Item	Cost
Nomad Fee	\$90,000
AIM Annual Fee	\$7,300
Accountants	\$50,000
Total	\$147,300

Figura 3: Continuidade na admissão: Custos directos. Fonte: Mendoza (2008)

Por outro lado, as regras relativas à divulgação de informação ao mercado que uma empresa pública tem que cumprir implicam que as empresas sejam “forçadas” a revelar algum tipo de informação que poderia ser crucial para as suas vantagens comparativas, nomeadamente nos aspectos relativos a Investigação & Desenvolvimento e estratégia de *marketing* (Pagano et al, 1998).

Com efeito, esta perda de confidencialidade, constitui outra desvantagem da admissão à bolsa de valores.

A figura 4 sintetiza as principais conclusões da literatura acima analisada sobre as vantagens e desvantagens associadas a uma OPI.

Desvantagens	Modelo	Tipo de empresas mais propensas à OPI	Consequências da IPO
<i>Adverse Selection e Moral hazard</i>	Leland and Pyle (1977) Chemmanur and Fulghieri (1995)	Pequenas e jovens empresas têm menor propensão para se tornar públicas.	Relação inversa entre Performance operacional e Propriedade
Custos fixos	Ritter (1987)	Pequenas empresas com menor propensão para se tornar públicas.	-
Perda de Confidencialidade	Campbell (1997), Yosha (1995)	Empresa de alta tecnologia com menor propensão para se tornar pública.	-
Vantagens			
Superar os constrangimentos de financiamento	-	OPI mais apropriadas para <i>high-debt / high-investment</i> .	Desalavancagem
Diversificação	Pagano (1993)	Empresas de sectores mais arriscados têm maior propensão para se tornar pública.	Accionista reduz o seu controlo
Liquidez	Modelo microestrutura de mercado	Pequenas empresas com menor propensão para se tornar públicas.	Propriedade das acções muito dispersa
Monitorização pelo mercado de capitais	Tirole (1993) e Pagano (1998)	-	Uso exagerado de contratos de incentivos
Alargar o leque de potenciais investidores	Merton (1987)	Empresas <i>High-investment</i> com maior propensão para se tornar públicas.	Propriedade das acções muito dispersa
Incrementar o poder de negociação com a banca	Rajan (1992)	OPI mais apropriadas para empresas que paguem taxas mais elevadas.	Redução nas taxa de juros dos empréstimos
Forma de transferência de controlo	Zingales	-	-
Explorar o <i>mispricing</i>	Ritter (1991)	Maiores <i>market-book values</i>	Queda no investimento

Figura 4: Vantagens e Desvantagens de uma OPI. Fonte: Pagano et al (1998)

4. Requisitos de admissão

Os requisitos à admissão em bolsa variam de país para país e, nos casos dos países com mais do que uma bolsa, variam mesmo de bolsa para bolsa.

Em Portugal, a título de exemplo, o Decreto-Lei n.º 486/99 aprovou o Código do Mercado de Valores Mobiliários, que constitui o pilar fundamental na regulação e no desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários. Este Código define que, para ser aceite a admissão em negociação e mercado regulamentado, o emitente deve “estar a funcionar de acordo com a lei, “comprovar que possui situação económica e financeira compatível com a natureza dos valores mobiliários a admitir e com o mercado onde é solicitada a admissão”, “desenvolver actividade há pelo menos três anos” e “ ter divulgado, nos termos da lei, os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos três anos anteriores àquele em que a admissão foi solicitada.”

Para efeitos de admissão de acções à negociação em mercado de cotação oficial, a empresa deve, até ao momento da admissão, “possuir um grau adequado de dispersão pelo público”, entendendo-se “por grau adequado, quando as empresas são objecto do pedido de admissão à negociação se encontram dispersas pelo público numa proporção de, pelo menos, 25% do capital social subscrito por essa categoria de acções” e que “se preveja capitalização bolsista de, pelo menos, um milhão de euros, ou, se a capitalização bolsista não puder ser determinada, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados do último exercício, sejam de pelo menos um milhão de euros.” (Decreto-Lei n.º 486/1999)

Este é o enquadramento regulatório exemplificativo do mercado português, sendo que e por sua vez, o investimento numa empresa cotada está condicionado à decisão dos investidores, que têm em consideração um vasto conjunto de factores e critérios com destaque para a equipa de gestão, a estrutura accionista, a estratégia de médio-longo prazo, a capacidade de geração de *cash flows*, e ainda se a empresa actua em conformidade com os *standards* internacionais em matéria de prestação de informação financeira e de *corporate governance*.

Aliás, para muitos investidores institucionais (cerca de 75% de uma amostra de 200 realizada pela *McKinsey* em todo o mundo) as boas práticas de governação são tão importantes como as informações financeiras divulgadas pelas empresas (www.cmvm.pt).

A admissão ao mercado de capitais de Londres pode ser processada pelo *Main Market* ou pelo mercado AIM, sendo este último o mais adequado para as pequenas empresas com elevado potencial de crescimento.

Na figura 5 sintetizam-se as diferenças entre os critérios-chave de elegibilidade no mercado AIM comparativamente ao mercado *Main Market*.

AIM	<i>Main Market</i>
Sem valor mínimo de capitalização	Exigido valor mínimo de capitalização
Histórico de <i>trading</i> não exigível	Exigido 3 anos de histórico de <i>trading</i>
Sem percentagem mínima de dispersão das acções	Valor mínimo exigível de dispersão das acções = 25%
Sem necessidade de aprovação prévia para a maioria das transacções	Necessidade de pré-aprovação em aquisições e alienações
Documentos de admissão não são objecto de pré-aprovação pela Autoridades	Pré-aprovação do Prospecto de Admissão pela Autoridades

Figura 5: Comparativo dos critérios de admissão. Fonte: LSE (2010)

Uma vez admitida à negociação, a empresa deverá cumprir um conjunto de requisitos, em conformidade com o segmento de *Listing*. Existem dois segmentos: o *Premium Listing* e o *Standard Listing*, sendo que analisaremos apenas o *Premium Listing*, segmento onde são apenas admitidas as acções.

O cumprimento de requisitos para uma empresa que tenha como objectivo a admissão à negociação em bolsa de valores não se esgota assim que o concretize. Uma vez admitida à negociação, a empresa deverá cumprir um conjunto de requisitos de continuidade.

Na figura 6 elencam-se os oito critérios considerados mais relevantes, sendo que os critérios não se esgotam nos indicados.

Crítérios Chave	<i>Premium</i>
<i>Free float</i>	25%
Relatório e Contas Anual	Exigido
Relatório e Contas Semestral	Exigido
Declaração de Gestão interina	Exigido
<i>IFRS</i> - UE ou equivalente	Exigido
Código de <i>Corporate Governance</i> do Reino Unido	Cumprir ou Justificar
Direitos preferenciais de compra	Exigido
Código - Modelo	Aplicável

Figura 6: Critérios chave de continuidade. Fonte: LSE (2010)

Capítulo 2

Os determinantes da transação

Uma empresa que ambicione a admissão à negociação em bolsa, necessita de se apresentar ao mercado. Os investidores pretendem saber de onde vem, o que produz, quais os produtos ou serviços que desenvolve e os mercados onde actua, quais os factores de sucesso e quais as suas perspectivas. Esta visão global permitirá que os investidores tenham a noção e visibilidade para tomar as suas decisões de investimento.

No mercado accionista as transacções são efectuadas por investidores que poderemos agrupar do seguinte modo: investidores informados, investidores desinformados, gestores profissionais (gestão de carteiras / gestão de risco) e *market makers* (Kelley e Tetlock, 2013).

É difícil elencar todos os determinantes das transacções, ou seja, identificar todas as razões que podem resultar ou que as possam justificar, no entanto, pensamos ser comumente aceite uma separação em dois grandes grupos: transacções baseadas em informação e transacções baseadas noutros motivos, tais como ruído, necessidade de liquidez, rebalanceamento de portefólios, entre outros.

De acordo com a Teoria da Hipótese da Eficiência dos Mercados, o preço das acções, num determinado momento, reflecte a informação disponível, sendo a informação rapidamente incorporada no preço (Fama, 1970).

A divulgação de nova informação e a decisão de transaccionar está fortemente relacionada, na medida em que essa nova informação acerca da empresa provoca novas expectativas e incertezas relativamente aos *cash-flows* futuros da empresa (Ashbaugh et al, 2005).

Num mercado eficiente, a chegada de nova informação, reflectir-se-á instantaneamente num impacto no preço (Fama, 1970). Por outras palavras, a rentabilidade nula da acção de uma empresa pode ser associada à ausência de informação (Bekaert et al, 2006). A transação baseada em informação está condicionada ao valor da informação. Com efeito, se o valor da nova informação não exceder o custo de transação, o investidor não irá transaccionar (Lesmond, 2005) e, conseqüentemente, não ocorrerá uma variação no preço.

O histórico de rentabilidade e o nível de volatilidade constituem factores determinantes para a transação com destaque ainda para o efeito da Hipótese do Ciclo de Vida nas decisões de transação, isto é, o consumidor poupa, investe nas acções para no futuro dispor de um rendimento para afectar ao consumo (Grinblatt e Keloharju, 1998).

Outra determinante para a transação é rebalanceamento dos portefólios pelos gestores de carteiras. Inúmeros produtos financeiros, de acordo com a sua política de investimento, alocam uma determinada percentagem na respectiva classe de activos. Com a oscilação dos mercados, os gestores transacionam os activos da carteira para as equilibrar, de forma a cumprir com a política definida (Sun et al, 2004).

Os investidores transaccionam ainda por necessidades de liquidez para responderem a uma necessidade pontual. Haverá ainda situações em que as decisões de transação são induzidas pelo erro (por exemplo, uma ordem errónea sobre futuros, introduzida por um operador do *Kansas*, provocou uma queda de 1.000 pontos em apenas 5 minutos no índice *Dow Jones*) (www.negocios.pt).

Para além disso, num cenário de livre circulação de capitais, os mercados mais líquidos atraem maiores fluxos financeiros, o que origina mais liquidez.

Este ciclo é virtuoso para a praça melhor posicionada, mas coloca sérios constrangimentos ao crescimento das demais praças.

A queda das cotações afugenta os investidores, e praças mais periféricas como a portuguesa assistem a uma significativa retirada dos investidores institucionais estrangeiros. É um círculo vicioso, pois quanto menos liquidez têm os títulos menos interesse suscitam aos investidores institucionais, que temem não encontrar comprador caso queiram vender.

Assim, os maiores investidores - essencialmente fundos de investimento, fundos de pensões e seguradoras - preferem concentrar-se nas sociedades cotadas mais líquidas, que lhes garantem um volume mínimo de negócio e possibilitam movimentos rápidos característicos do tipo de gestão de activos que praticam.

Uma vez descritas as motivações e principais vantagens para as empresas se encontrarem admitidas à negociação na LSE e identificadas as obrigações regulatórias e custos que a admissão implica, pretende-se no capítulo seguinte identificar situações onde se verifique que empresas que se encontrando admitidas à negociação em bolsa registam um volume de transação nulo.

Capítulo 3

Evidência Empírica: Análise FTSE UK

A admissão ao mercado de capitais de Londres pode ser processada pelo *Main Market* ou pelo mercado AIM, sendo este último o mais adequado para as pequenas empresas com elevado potencial de crescimento.

Com um nível regulatório mais exigente, o *Main Market* proporciona o acesso a um leque mais alargado e diversificado de investidores, maior visibilidade e notoriedade, bem como o respeito e reconhecimento que um ambiente regulatório mais exigente e escrutinado confere.

Por seu lado, o AIM é o mercado alternativo mais adequado para uma pequena empresa, com fortes perspectivas de crescimento e expansão, apresentando menos exigências legais e regulatórias (LSE, 2010a).

Desde o surgimento do mercado AIM, em 1995, que mais de 3.100 empresas se listaram no mercado, envolvendo montantes de capitalização superiores a £ 67 Biliões (LSE, 2010).

Este sucesso é explicado pela maior simplicidade processual e regulatória, relativamente ao *Main Market*, na admissão da empresa à negociação que permite a concentração de esforços e recursos no crescimento da empresa.

Com efeito, quando uma empresa atinge um determinado nível de desenvolvimento e dimensão, aliado ao seu bom desempenho no mercado AIM, leva a que a empresa procure a transferência para o *Main Market* (Mendoza, 2008).

1. Análise empírica LSE

Na sequência da análise desenvolvida ao longo deste trabalho relativamente à admissão na bolsa de valores, vamos, neste capítulo, concretizar a importância da admissão através de evidência empírica. O mercado objecto de estudo é a *London Stock Exchange* (LSE).

A LSE, estabelecida em 1698, é composta actualmente por mais de 1.400 empresas que representam uma capitalização bolsista superior a £ 3,7 Triliões, domiciliadas em 60 países (LSE, 2010a).

Para efeitos da análise recolheu-se uma amostra entre os anos de 2007 e de 2011, que é constituída pelo número de empresas que se identifica na tabela 1.

Ano	Número de empresas
2007	2250
2008	2065
2009	1900
2010	1778
2011	1677

Tabela 1: Amostra do número de empresas por ano de análise

Nesta tabela pode-se observar um decréscimo sucessivo ao longo do período em análise, situação para a qual terá dado um forte contributo a crise financeira que se iniciou no Verão de 2007, com epicentro nos EUA.

A tabela 2 apresenta a composição por sector de actividade, podendo observar-se uma predominância de empresas do sector financeiro, imobiliário, serviços de consultadoria, da maquinaria industrial e do *software* informático, que correspondem a 20,9% das empresas analisadas.

Sector Actividade	Contagem por Sector	%
Specialty Finance	412	5,6%
Real Estate Hold, Dev	339	4,6%
Business Support Svcs.	316	4,3%
Industrial Machinery	246	3,4%
Software	222	3,0%
Exploration & Prod.	193	2,6%
Specialty Retailers	179	2,4%
Electronic Equipment	175	2,4%
Recreational Services	138	1,9%
Food Products	136	1,9%
Publishing	136	1,9%
Broadcast & Entertain	135	1,8%
General Mining	135	1,8%
Clothing & Accessory	121	1,7%
Media Agencies	118	1,6%
Computer Services	106	1,4%
Restaurants & Bars	105	1,4%
Building Mat.& Fix.	101	1,4%
Home Construction	87	1,2%
Electrical Equipment	86	1,2%
Investment Services	76	1,0%
Pharmaceuticals	76	1,0%
Biotechnology	75	1,0%
Bus.Train & Employmnt	75	1,0%
Medical Equipment	68	0,9%
Gold Mining	67	0,9%
Specialty Chemicals	67	0,9%
Water	67	0,9%
Asset Managers	63	0,9%
Hotels	61	0,8%
Con. Electricity	52	0,7%
Fixed Line Telecom.	51	0,7%
Gambling	50	0,7%
Commodity Chemicals	48	0,7%
Prop. & Casualty Ins.	47	0,6%
Consumer Electronics	46	0,6%
Food Retail,Wholesale	45	0,6%
Divers. Industrials	44	0,6%
Internet	44	0,6%
Apparel Retailers	43	0,6%
Furnishings	42	0,6%
Industrial Suppliers	42	0,6%
Transport Services	42	0,6%
Heavy Construction	41	0,6%
Broadline Retailers	40	0,5%
Auto Parts	39	0,5%
Mobile Telecom.	39	0,5%
Oil Equip. & Services	38	0,5%
Insurance Brokers	36	0,5%
Telecom. Equipment	36	0,5%
Banks	35	0,5%
Nonferrous Metals	34	0,5%
Healthcare Providers	33	0,5%
Coal	32	0,4%
Financial Admin.	32	0,4%
Trucking	31	0,4%
Aerospace	26	0,4%
Unquoted equities	926	12,6%
Unclassified	255	3,5%
Suspended Equities	180	2,5%
		71,9%

Tabela 2: Top 60 do sector de actividade da amostra

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para a amostra, considerando as variáveis Total de Activo, Capital Próprio, Resultado Líquido, Valor de Mercado e Volume de transação.

	Ano	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Total do Activo	2006	2.315	4.501.736	56.419.549	4	1.016	8.350	39.142	222.454	4.935.539	1.458.199.303
	2007	2.223	5.997.674	86.332.523	2	995	10.002	45.459	254.035	4.869.804	2.830.300.662
	2008	2.038	7.040.896	105.264.630	8	886	9.526	46.685	263.219	5.153.308	3.037.060.274
	2009	1.873	5.899.780	77.384.061	2	645	8.710	44.697	267.118	5.595.460	1.952.892.227
	2010	1.750	6.824.047	82.820.768	7	718	10.049	51.401	334.698	6.337.933	1.885.531.934
	2011	1.651	7.075.215	83.359.059	4	929	10.209	51.449	332.886	6.583.211	1.856.338.224
	Total	11.850	6.141.540	82.772.559	2	855	9.454	45.940	267.725	5.400.675	3.037.060.274
Capital Próprio	2006	2.315	541.331	4.332.357	-1.925.486	-142	4.128	18.605	87.619	1.424.830	125.064.055
	2007	2.222	617.718	4.626.506	-1.720.635	-90	4.551	23.278	104.836	1.604.728	100.032.818
	2008	2.038	624.654	4.848.960	-539.173	-322	4.258	22.289	106.982	1.470.781	110.584.351
	2009	1.873	679.673	5.343.505	-1.286.788	-423	3.728	21.171	100.500	1.521.003	99.597.738
	2010	1.750	848.455	6.290.895	-3.169.857	-268	4.744	25.139	140.940	1.952.319	113.753.053
	2011	1.651	924.640	6.494.176	-124.109	-22	5.311	26.322	163.991	2.164.612	123.508.258
	Total	11.849	690.624	5.288.194	-3.169.857	-211	4.405	22.488	110.178	1.666.859	125.064.055
Res. Líquido	2006	2.318	88.291	1.047.472	-32.085.500	-12.436	-1.244	376	9.080	244.243	20.047.798
	2007	2.224	108.668	902.167	-7.356.254	-15.808	-1.536	522	11.206	248.545	23.275.927
	2008	2.041	41.966	1.022.879	-30.613.231	-48.647	-2.728	37	6.126	173.237	18.092.865
	2009	1.875	49.275	559.058	-5.615.189	-52.904	-2.857	-52	4.473	143.268	12.282.642
	2010	1.753	110.219	830.175	-2.885.066	-18.005	-1.249	497	11.629	265.406	15.605.407
	2011	1.653	129.536	1.067.055	-3.153.072	-17.584	-1.585	359	11.716	316.168	21.738.443
	Total	11.864	86.962	925.984	-32.085.500	-23.315	-1.757	259	8.570	226.168	23.275.927
Valor de Mercado	2006	1.656	1.453.118	8.920.599	180	1.985	11.058	47.660	265.128	4.476.210	186.096.640
	2007	1.731	1.661.221	9.707.859	20	1.950	12.820	51.210	294.345	5.141.285	165.810.670
	2008	1.708	1.556.328	9.322.833	140	1.837	11.425	49.930	259.625	4.197.281	158.549.270
	2009	1.645	844.992	5.718.342	0	600	4.160	16.410	98.790	2.003.774	102.251.950
	2010	1.554	1.298.553	7.865.325	20	920	6.733	29.850	196.400	3.570.840	138.881.410
	2011	1.524	1.518.269	8.192.807	20	1.202	10.488	42.880	279.218	4.574.444	133.286.290
	Total	9.818	1.391.521	8.419.276	0	1.229	8.690	38.135	228.543	4.085.731	186.096.640
Volume	2006	1.329	674	5.932	0	1	6	37	220	2.008	193.104
	2007	1.252	374	1.498	0	0	4	33	220	1.635	34.964
	2008	954	454	2.144	0	0	6	42	267	1.752	54.376
	2009	966	438	2.508	0	1	7	41	202	1.326	48.964
	2010	1.068	892	4.579	0	0	10	58	280	3.274	89.376
	2011	978	1.142	11.195	0	1	9	61	296	2.828	329.845
	Total	6.547	655	5.600	0	0	7	44	241	2.031	329.845

Valores em milhares, excepto n.º empresas (unidades)

Tabela 3: Estatística Descritiva

Apesar do número de empresas apresentar uma tendência decrescente ao longo do período de análise, o valor médio da variável Total de Activo apresenta uma oscilação, tendo em 2011 regressado ao valor registado em 2008.

Relativamente ao desvio padrão, o ano de 2008 registou, com algum destaque, o valor mais elevado. Os números apresentam uma ligeira tendência crescente com uma inflexão no pico da crise financeira, isto é, em 2009.

A média é fortemente afectada pelas empresas no percentil acima do 75, o que demonstra a existência de dimensões, com base no Total do Activo, muito dispersas e extremadas.

O valor médio da variável Capital Próprio apresentou uma tendência crescente entre os anos de 2007 e 2011, com destaque para o ano de 2010 que registou um aumento de 25%. Como seria de esperar, à semelhança do Total de Activo, voltamos a observar uma forte influência das empresas no percentil acima do 75.

No que respeita ao Resultado Líquido, o valor médio registou uma quebra acentuada entre o ano de 2008 e 2007, algo que estará fortemente relacionado com a crise financeira que se iniciou nos EUA e que assolou a Europa já durante o ano de 2008. No ano de 2009 verificou-se uma ligeira melhoria embora com valores muito longe dos observados no ano de 2007, algo que se alcançou em 2010.

Sublinha-se a existência de um número significativo de empresas com resultado líquido negativo, mais de 50% em 2009, e a existência de extremos em ambos os lados da distribuição.

No que respeita às variáveis de mercado, nota-se em primeiro lugar uma redução no número de empresas com dados, algo que está relacionado com o facto de os dados contabilísticos e de mercado, apesar de serem ambos retirados do mesmo interface - *Datastream* - são provenientes de duas bases de dados diferentes, *Worldscope* e *Datastream*, respetivamente. Optámos por não truncar a nossa amostra para a elaboração de estatísticas descritivas, no entanto a nossa análise condicionará à existência de Total de Activo.

A variável Valor de Mercado não é excepção quanto ao decréscimo do número de empresas ao longo do período de análise, sendo que a média sofreu uma queda significativa no ano de 2009, atingindo praticamente metade do valor do ano anterior. No ano de 2011 o valor médio recupera para valores muito próximos do observado no ano de 2008. O valor máximo do valor de mercado registou uma tendência de queda, tendo registado um *outlier* no ano de 2009. Apesar da forte predominância de empresas com Valor de Mercado elevados, nota-se a existência de um número significativo de empresas de pequena dimensão.

Finalizando com a variável Volume verifica-se que após a forte queda observada de 2007 para 2008, o número de empresas manteve-se relativamente estável, com excepção do ano de 2010. Conforme já referimos, a variável Volume tem uma série temporal e uma população mais pequena. Adicionalmente o valor zero não corresponde à inexistência de transações, mas

sim a valores muito baixos. Regra geral se uma empresa transaccionar num dia menos de 500 acções, o valor apresentado na base de dados será de 0.

2. Metodologia e variáveis de base

O nosso estudo tem por objectivo procurar a existência de empresas que apresentam baixos níveis de transação em bolsa, numa tentativa de explorar o mundo desconhecido destas empresas, quase sempre longe do interesse dos investigadores.

A ausência de transacções traduz-se na inexistência de acções transaccionadas, pelo que pode ser facilmente aferida pela variável de Volume de transações. No entanto, uma análise cuidada à base de dados *Datastream* mostra que a série temporal e a população desta variável é reduzida face à dimensão do mercado.

Para fazer face a esta deficiência, utilizamos a medida *percentage of zero-return days* (Ashbaugh et al, 2005). Assumindo que se o custo de transação for inferior ao valor da informação, o investidor irá transaccionar e incorporar a informação no preço, que reagirá. Neste sentido, a variação de preço é um indicador de existência de informação (Lesmond, 2005). Obviamente, a variação pode derivar de outros factores, mas esta medida tem demonstrado alguma razoabilidade de aplicação (Ashbaugh et al, 2005).

Lo e Wang (2009) sustentam que o prémio de risco de uma acção reflecte não só o nível de risco, mas também o baixo nível de liquidez dessa acção. Com

efeito, quanto menos líquida for a acção, maior o custo de capital da empresa e maior o prémio de risco exigido pelos investidores, sendo que apenas esse prémio de risco compensará os custos de liquidez (Lo e Wang, 2009).

Sendo o volume transacionado uma medida de informação, algo que será concretizado no capítulo seguinte, quanto menos uma empresa transacciona pior é o ambiente informativo acerca da empresa.

Se a variável Preço e a Quantidade são os pilares da teoria do mercado, a importância do volume transacionado na compreensão do comportamento do mercado de capitais é crucial e qualquer análise empírica às transacções em bolsa terá sempre como ponto de partida a definição de uma medida adequada para o Volume (Lo e Wang, 2009).

Volume

De acordo com Lo e Wang (2009), na literatura dos mercados financeiros existem inúmeros estudos para definir variável Volume, conforme se verifica na figura seguinte:

Volume Measure	Study
Aggregate Share Volume	Gallant, Rossi, and Tauchen (1992), Hiemstra and Jones (1994), Ying (1966)
Individual Share Volume	Andersen (1996), Epps and Epps (1976), James and Edmister (1983), Lamoureux and Lastrapes (1990, 1994)
Aggregate Dollar Volume	—
Individual Dollar Volume	James and Edmister (1983), Lakonishok and Vermaelen (1986)
Relative Individual Dollar Volume	Tkac (1999)
Individual Turnover	Bamber (1986, 1987), Hu (1997), Lakonishok and Smidt (1986), Morse (1980), Richardson, Sefcik, Thompson (1986), Stickel and Verrechia (1994)
Aggregate Turnover	Campbell, Grossman, Wang (1993), LeBaron (1992), Smidt (1990), NYSE Fact Book
Total Number of Trades	Conrad, Hameed, and Niden (1994)
Trading Days Per Year	James and Edmister (1983)
Contracts Traded	Tauchen and Pitts (1983)

Figura 7: Classificações da medida Volume. Fonte: Lo, Andrew W. & Wang, J. (2009)

Com efeito, a variável Volume, entendida como o número total de acções transacionado, foi a medida utilizada para análise empírica deste trabalho.

De acordo ainda com diversos modelos da microestrutura de mercado, a liquidez da acção de uma empresa é uma função crescente relativamente ao volume de acções transacionado (Pagano et al, 1998).

Neste trabalho, a medida da variável Volume consistiu, portanto, no número de acções que a empresa transacionou em determinado dia. Para efeitos da análise empírica e ao nível da variável Volume, efectuou-se, para cada uma das empresas da amostra, uma análise à variação inter-diária, atribuindo-se o valor 0 caso o resultado dessa variação (Volume do dia N+1 relativamente ao Volume do dia N) fosse nulo.

Se o resultado da variação do Volume inter-diária para cada uma das empresas for diferente de nulo, atribuiu-se o valor de 1. A atribuição do valor 1 assume que a empresa transacionou.

Para cada ano calculou-se a percentagem de dias em que empresa transacionou (T1), conforme equação n.º 1.

Equação n.º 1:

$$T1_{i,y} = \frac{\sum_{n=1}^N V_{n,i,y}}{D_y}$$

Em que:

$V_{n,i,y}$ variável binária (0, sem transação, 1 com transação) com base na variável Volume correspondente à empresa i, para cada dia n do ano t

D_y corresponde ao número de dias úteis do ano y.

Em paralelo, através da recolha dos dados da variável Total de Activo das empresas da amostra, efectuou-se um teste de validação para não incluir dados relativamente à percentagem de dias transaccionados de empresas que não tenham divulgado o Total de Activo.

Assume-se assim, que as empresas que em determinado ano, não tenham disponibilizado o Total de Activo não estavam cotadas.

Dito de outra forma, uma empresa que no ano de 2007 registou uma determinada percentagem de dias transaccionados, mas que no final desse ano não possuía Total de Activo divulgado, não foi considerada no quadro final de resultados (tabela 4).

Preço

Conforme referimos, a variável Volume tem problemas intrínsecos que afectam a qualidade da amostra. Para tentar colmatar estas deficiências utilizamos a variável Preço como *proxy* para a existência de transacções. Para tal assumimos que uma variação no preço por definição significa que houve transacção.

No entanto, é possível que uma empresa transaccione sem que haja variações de preço, pelo que verificamos também a existência de variações de preços em dois dias consecutivos, assumindo que se não existirem alterações de preço em dois dias consecutivos, tal significa que não houve transacções.

Tal pressuposto continua ainda a permitir que a empresa transaccione sem alterações no preço, no entanto é menos provável que isso ocorra em dois dias consecutivos.

A investigação contemporânea utiliza a métrica de *zero return days* como medida de liquidez, sustentando que quanto maior é o número de *zero return days* observado por uma empresa cotada em bolsa, menos liquidas são as acções dessas empresas (Bekaert, 2005).

Para efeitos desta análise, aplicamos a mesma metodologia para obter a métrica *zero return days* utilizando para o efeito a variável Preço.

Para cada uma das empresas da amostra efectuou-se uma análise à variação inter-diária, atribuindo-se o valor 0 caso o resultado dessa variação (Preço do dia N+1 relativamente ao Preço do dia N) fosse nulo. Se o resultado da variação do Preço inter-diário para cada uma das empresas for diferente de nulo, atribuiu-se o valor de 1. A atribuição do valor 1 assume que a empresa transaccionou.

Dado que uma empresa pode registar uma variação inter-diária no Preço nula e possuir volume de transação, adicionou-se um segundo nível de análise que consistiu em verificar se a empresa regista em 3 dias consecutivos uma variação nula. Isto é, analisou-se a variação do Preço do dia N+2 relativamente ao Preço do dia N+1 que por sua vez comparou-se com o Preço do dia N. Assim, se em 2 dias consecutivos o Preço da empresa regista variação nula, atribui-se o valor 0, caso contrário atribui-se o valor igual a 1. A atribuição do valor 1 assume que a empresa transaccionou.

Os resultados desta metodologia sustentam que quanto maior é o número de dias sem que a empresa transaccione, menor é a actividade da empresa no mercado de capitais, sendo, por conseguinte incorporada a medida de estimativa de probabilidade de ausência de transacção (Kaserere e Schiereck, 2007).

Para as duas análises acima descritas, efectuou-se o somatório dos resultados por cada ano observado (entre 2007 e 2011), tendo-se utilizado posteriormente o resultado desse somatório para elaborar as Equações n.ºs 2 e 3:

Equação n.º 2:

$$T2_{i,y} \frac{\sum_{n=1}^N VP_{n,i,y}}{D_y}$$

Equação n.º 3:

$$T3_{i,y} \frac{\sum_{n=1}^N VP2_{n,i,y}}{D_y}$$

Em que:

$VP_{n,i,y}$ variável binária (0, sem transacção, 1 com transacção) com base na Variação de Preço correspondente à empresa i , para cada dia n do ano t

$VP2_{n,i,y}$ variável binária (0, sem transacção, 1 com transacção) com base em duas Variações de Preço correspondente à empresa i , para cada dia n do ano t

D_y corresponde ao número de dias úteis do ano y .

Em que:

$VP_{n,i,y}$ variável binária (0, sem transação, 1 com transação) com base na Variação de Preço correspondente à empresa i , para cada dia n do ano t

D_y corresponde ao número de dias úteis do ano y .

Tal como para a variável Volume, controlámos a amostra com base na existência de Total de Activo.

As tabelas 4, 5 e 6 apresentam os resultados utilizando a percentagem de dias de transação pela variável Preço e Volume.

	100%	>95%	>90%	>75%	>50%	>25%	>10%	>5%	0%	Total
2007	0	982	154	243	256	186	109	50	127	2.107
2008	1	760	115	265	266	223	131	56	111	1.928
2009	1	723	124	241	199	198	112	54	118	1.770
2010	1	780	109	179	174	171	102	54	75	1.645
2011	2	793	114	167	176	142	93	34	34	1.555

Tabela 4: Percentagem de dias de transação com base no Volume

	100%	>95%	>90%	>75%	>50%	>25%	>10%	>5%	0%	Total
2007	0	133	293	191	234	497	427	133	123	2.031
2008	0	192	208	200	159	434	411	144	109	1.857
2009	0	155	197	198	186	374	341	120	116	1.687
2010	0	157	178	206	187	350	290	126	70	1.564
2011	0	110	253	229	201	316	271	87	33	1.500

Tabela 5: Percentagem de dias de transação com base na variação de Preço

	100%	>95%	>90%	>75%	>50%	>25%	>10%	>5%	0%	Total
2007	0	564	59	171	367	459	272	81	123	2.096
2008	1	533	73	111	301	445	277	72	109	1.922
2009	1	490	71	124	288	354	238	67	116	1.749
2010	1	472	80	132	270	320	200	84	70	1.629
2011	0	498	101	141	262	289	171	55	34	1.551

Tabela 6: Percentagem de dias de transação com base na variação de Preço em 2 dias consecutivos

Tal como observado na tabela 3 - Estatística Descritiva, seria expectável uma tendência de descida relativamente ao número total de empresas.

As duas tabelas com dados da variável Preço, comparativamente à tabela com dados da variável Volume apresentam uma tendência muito semelhante ao nível dos valores observados nas percentagens de 0% e 100%, isto é nos extremos.

Estes resultados ganham particular relevância, pois sendo os intervalos mais importantes deste estudo, verifica-se que a variável Preço, quando analisada como medida de informação confirma “que quanto maior é o número de dias sem que a empresa transaccione, menor é a actividade da empresa no mercado de capitais, sendo, por conseguinte incorporada a medida de estimativa de probabilidade de ausência de transação”, algo que aqui fica validado pela variável Volume.

Nos restantes intervalos verifica-se uma distribuição muito próxima entre os resultados da tabela 6 (Percentagem de dias de transação com base na variação de preço em 2 dias consecutivos) e os da tabela 5 (Percentagem de dias de transação com base na variação de preço), com excepção dos intervalos “> 95%” e “> 90%”.

Por seu lado, os valores da tabela 4 (Percentagem de dias de transação com base no Volume) apresentam uma tendência mais próxima dos valores da tabela 6 do que da tabela 5.

Esta tendência estará relacionada com o descrito anteriormente, isto é, se o Preço tem variação nula então a empresa não transacionou. No entanto,

uma variação do Preço nula, não implica necessariamente que uma empresa não tenha transacionado. A tabela 6 valida se ocorreram transacções sem alterações no preço, sendo menos provável que isso ocorra em dois dias consecutivos.

Em qualquer das análises efectuadas, verifica-se, no entanto que o número de empresas que registou percentagem de transação igual a zero é praticamente a mesma nas 3 tabelas analisadas.

3. Caracterização das empresas com baixo nível de transação

Neste capítulo pretende-se caracterizar as empresas enquadrando-as em quatro intervalos relativamente aos dias em que se registou volume transacionado.

Esta análise foi elaborada para a variável Volume e Preço, sendo que nesta última utilizaram-se os resultados da variação do Preço inter-diária em 2 dias consecutivos.

Esta análise, alinhada com a efectuada ao nível da Estatística Descritiva, será efectuada para um conjunto de indicadores, tais como o Total de Activo, Capital Próprio, Resultado Líquido e Valor de Mercado.

Com efeito, foram definidos quatro intervalos: [0-25%], [26%-50%], [51%-75%] e [76%-100%].

Esta segmentação servirá de suporte para concretizar a análise e obter conclusões, na medida em que permitir-nos-á enquadrar a dimensão das empresas relativamente ao intervalo a que pertencem.

Atendendo a que o nosso estudo é exploratório, entendemos que será útil descrever um pouco cada uma destas classes baseadas na percentagem de dias de transação.

Total do Activo										
% Trading Days	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	211	182.872	1.022.095	4	123	822	4.216	22.833	556.390	12.310.243
26%-50%	141	68.228	321.461	18	497	4.415	11.881	31.057	158.701	2.916.688
51%-75%	173	449.267	4.719.114	83	1.167	8.692	21.773	67.516	282.840	62.021.886
76%-100%	1.071	10.651.027	103.283.035	274	3.459	28.170	118.353	118.353	11.619.075	1.856.338.224
Capital Próprio										
% Trading Days	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	211	75.556	421.645	-32.675	-642	371	2.210	13.359	230.846	4.267.338
26%-50%	141	43.386	251.327	-7.315	-523	1.757	6.706	16.837	64.574	2.776.289
51%-75%	173	169.751	1.625.726	-85.148	-308	3.082	10.763	33.940	200.111	21.322.163
76%-100%	1.071	1.390.736	8.283.997	-124.109	990	16.311	58.854	58.854	4.057.296	123.508.258
Resultado Líquido										
% Trading Days	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	211	4.699	44.023	-205.187	-7.904	-608	-73	256	15.138	379.794
26%-50%	141	-1.968	17.612	-169.363	-10.069	-1.356	-145	545	3.430	101.369
51%-75%	173	16.904	217.692	-133.557	-14.906	-1.838	-169	1.147	7.376	2.846.148
76%-100%	1.071	187.312	1.321.673	-3.153.072	-21.781	-1.915	2.593	2.593	498.699	21.738.443
Valor de Mercado										
% Trading Days	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	211	32.818	136.922	0	0	485	2.800	11.505	118.038	1.457.900
26%-50%	141	13.918	36.720	0	0	1.380	4.350	11.340	45.112	307.330
51%-75%	173	41.178	164.197	0	554	3.720	10.780	26.440	137.634	2.001.580
76%-100%	1.071	2.107.320	9.616.124	0	5.851	27.748	99.595	99.595	6.762.569	133.286.290

Tabela 7: Estatística Descritiva da variação Volume

Analisando a tabela 7, verifica-se que as empresas com valores mais elevados de Total de Activo, Capital Próprio, Resultado Líquido e Valor de Mercado, se situam no intervalo onde a percentagem de dias com maior volume transacionado em bolsa de valores é também mais elevado.

Sublinha-se a existência de um número significativo de empresas com resultado líquido negativo, algo que apenas se inverte quando analisamos empresas que transaccionem em mais de 75% dos dias úteis. Verifica-se ainda a existência de extremos em ambos os lados da distribuição.

Ao nível do valor médio do Total de Activo de uma empresa que tenha volume transacionado no intervalo [76% e 100%] é 58 vezes mais elevado do que uma empresa que se situe no intervalo [0% e 25%]. Relativamente ao valor máximo, a proporção do intervalo inferior [0% e 25%], comparativamente com o intervalo superior [76% e 100%] é de 150 vezes.

Relativamente ao valor médio do Valor de Mercado, o valor de uma empresa que se situe no intervalo [76% e 100%] é 64 vezes superior ao valor médio de uma empresa que transaccione no intervalo [0% e 25%]. Relativamente ao valor máximo, a proporção é idêntica à variável Total de Activo, isto é, o valor do último intervalo [76% e 100%] é 91 vezes superior ao do primeiro intervalo.

Como seria de esperar, em todas as variáveis, voltamos a observar uma forte influência das empresas no percentil acima do 75.

Total do Activo										
% Trading days	N.º Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	314	116.056	831.213	4	196	1.406	6.503	21.857	242.891	12.310.243
26%-50%	294	77.971	279.649	366	1.218	7.011	18.676	54.955	166.674	2.916.688
51%-75%	252	350.843	3.911.536	274	1.930	12.754	38.113	77.494	328.588	62.021.886
76%-100%	732	15.555.228	124.652.609	982	6.912	76.687	335.955	1.517.986	25.247.370	1.856.338.224
Capital Próprio										
% Trading days	N.º	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	314	47.052	341.328	-61.911	-724	460	3.013	12.327	95.626	4.267.338
26%-50%	294	42.365	189.370	-10.146	-209	3.530	10.271	26.303	82.589	2.776.289
51%-75%	252	131.273	1.344.593	-85.148	237	6.712	21.119	45.336	148.422	21.322.163
76%-100%	732	2.023.168	9.959.213	-124.109	3.758	34.772	161.765	555.663	6.372.214	123.508.258
Resultado Líquido										
% Trading days	N.º	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	314	2.992	34.981	-133.557	-7.773	-984	-125	282	4.813	379.794
26%-50%	294	-964	13.367	-169.363	-11.022	-1.545	8	1.412	5.653	102.125
51%-75%	252	9.625	180.223	-158.339	-16.993	-3.392	-129	2.544	8.832	2.846.148
76%-100%	732	274.940	1.591.423	-3.153.072	-29.554	-1.545	12.595	74.297	837.878	21.738.443
Valor de Mercado										
% Trading days	N.º	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
0%-25%	314	17.934	64.965	0	0	800	3.820	11.200	73.376	883.630
26%-50%	294	28.589	101.568	0	168	4.165	11.475	25.010	75.209	1.457.900
51%-75%	252	48.437	78.787	0	1.216	12.140	27.400	52.320	150.736	726.200
76%-100%	732	3.060.278	11.491.965	0	13.355	79.548	280.965	1.274.520	12.297.642	133.286.290

Tabela 8: Estatística Descritiva da variação Preço inter-diária (2 dias consecutivos)

As conclusões obtidas pela análise da variável Preço (2 dias consecutivos) são em tudo semelhantes às observadas na variável Volume.

Comparando as tabelas 7 e 8, evidencia-se que em todas as variáveis analisadas observa-se uma diferença significativa dos seus valores médios, máximos e desvio padrão entre o primeiro intervalo [0%-25%] relativamente ao último intervalo [76%-100%]. Isto é, verifica-se que as empresas com valores mais elevados de Total de Activo, Capital Próprio, Resultado Líquido e Valor de Mercado, se situam no intervalo onde a percentagem de dias com maior volume transaccionado em bolsa é também mais elevado.

Sublinha-se a existência de um número significativo de empresas com resultado líquido negativo, algo que apenas se inverte quando analisamos empresas que transaccionem em mais de 75% dos dias úteis. Mantém-se a existência de extremos em ambos os lados da distribuição.

O percentil 95 em todas as variáveis, evidencia o que descrevemos, na medida em que são notórias as diferenças de valores quando comparamos o intervalo [0%-25%] com o intervalo [76%-100%].

A única situação que neste quadro se detecta de ligeiramente diferente está relacionada com as proporções. A título de exemplo, verifica-se que o valor médio do Total de Activo de uma empresa que tenha volume transacionado no intervalo [76%-100%] é 134 vezes mais elevado do que uma empresa que se situe no intervalo com uma percentagem de dias transacionado no intervalo [0%-25%] (esta proporção é de 58 na variável Volume). Relativamente ao valor máximo, a proporção entre os referidos intervalos é de 150 vezes.

Esta tendência verifica-se em todas as variáveis com destaque ainda para a proporção entre o valor médio do Valor de Mercado de uma empresa que transaccione no intervalo [76%-100%], que é 170 vezes superior ao valor médio de uma empresa que transaccione no intervalo [0%-25%] (esta proporção é de 64 na variável Volume).

Relativamente ao valor máximo, a proporção é idêntica à observada na variável Total de Activo, isto é, o valor máximo do último intervalo é 150 vezes superior ao observado no primeiro intervalo.

Tal como na análise anterior para a variável Volume, em todas as variáveis, voltamos a observar uma forte influência das empresas no percentil acima do 75.

Conclusão

Neste trabalho fomos desenvolvendo e salientando por um lado a importância do mercado de capitais e por outro as vantagens que uma empresa encontra quando se admite à negociação em bolsa de valores. Ora, apesar das desvantagens que estas empresas de pequena dimensão enfrentam pelos custos significativos que incorrem e cumprimento de obrigações legais e de *compliance*, o benefício líquido que as empresas (mesmo as de menor dimensão) obtêm em permanecerem cotadas em bolsa é positivo.

Com base na evidência empírica e resultante da caracterização ao nível da Estatística Descritiva para a variável Preço (2 dias consecutivos) e Volume, podemos concluir que as empresas com um volume de transação nulo ou valor muito reduzido são de pequena dimensão, com valores de Capital Próprio e Total de Activo muito mais reduzidos, comparativamente às empresas que transacionam entre 75% e 100% dos dias úteis do ano.

Assim, medida pela variável Volume e Preço, quanto menos uma empresa transacciona pior é o ambiente informativo acerca da empresa e por conseguinte quanto menos liquidez têm os títulos, menos interesse e procura suscitam aos investidores institucionais.

É neste círculo vicioso que uma empresa “pública” de pequena dimensão vai desenvolvendo a sua actividade, sendo que o mercado vai percebendo e incorporando esta opacidade, acentuando as consequências que descrevemos.

Bibliografia

Ashbaugh-Skaife, H., Gassen, J. e LaFond R., 2005. Does stock price synchronicity Represent Firm-Specific Information? The International Evidence.

Bainbridge M. Stephen, 2002. A critique of NYSE's Director Independence Listing Standards, University of California, Los Angeles.

Baur, Dirk G. e McKeating C., 2009. The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs, Dublin City University.

Bekaert, G., Harvey, Campbell R., Lundblad e Christian T., 2006. Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. AFA 2004 San Diego Meetings; EFA 2003 Annual Conference.

Boot, Arnoud W. A., Thakor, Anjan V. e Gopalan, R., 2003. Go Public or Stay Private - A Theory of Entrepreneurial Choice. Working Paper 08-03, Washington University in Saint Louis - John M. Olin Business School.

Decreto-lei n.º 486/1999 (1999.Nov.13). Diário da República: I Série. n.º 26.

Dudley, William C. e Hubbard R. Glenn, 2004. How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation. Goldman Sachs Institute.

Fama, F. Eugene, 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25 (2).

Grinblatt, Mark e Keloharju, Matti, 2000. What Makes Investors Trade? Yale ICF Working Paper 00-02; Yale SOM.

Kaserer, C. e Schiereck D., 2007. Going Public and Being Public - A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital Working Paper.

Kelley, Eric K. e Tetlock, Paul C., 2013. Why Do Investors Trade? Columbia Business School - Finance and Economics.

Levine, R. e Zervos S., 1996. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division.

Lesmond, David. A., 2005. Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial and Economics*, 77.

Lo, Andrew W. e Wang, J., 2009. Stock Market Trading Volume. *The Handbook of Financial Econometrics*, New York: North-Holland.

London Stock Exchange, 2010. A guide to AIM.

London Stock Exchange, 2010a. A guide to listing on the London Stock Exchange.

- Mello, Antonio S. e Parsons, John, 1997. Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*.
- Mendoza, J. Miguel, 2008. Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 3 (2).
- Pagano, M., Panetta, F. e Zingales, L., 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 53 (1).
- Ritter, R. Jay, 2003. Differences between European and American IPO Markets, *European Financial Management*, 9 (4).
- Santos, F. Teixeira, 2001. Mercado de Capitais Português - um olhar sobre o passado a pensar no século XXI.
- Santos, F. Teixeira, 2002. Os Desafios do Mercado de Capitais Português.
- Schumpeter, J..A. 1911. *The Theory of Economic Development , An inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*.
- Stulz, M. René 1999. Globalization of equity markets and the cost of capital, Ohio State University, and Research.
- Sun, W., Fan, A. ,Chen, Li-Wei, Schouwenaars, Tom e Albota, Marius A., 2004. Optimal Rebalancing Strategy Using Dynamic Programming for Institutional Portfolios.

Webografia

http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm_tituloiv.aspx

www.negocios.pt