

VANESSA KUPSKE

Análise Comparativa entre os Índices de Negociabilidade das Ações da Bovespa e os Níveis de Atendimento aos Critérios Mínimos de Evidenciação Determinados pela CVM, para os Relatórios de Administração das S/As de Capital Aberto

FLORIANÓPOLIS

2004

VANESSA KUPSKE

Análise Comparativa entre os Índices de Negociabilidade das Ações da Bovespa e os Níveis de Atendimento aos Critérios Mínimos de Evidenciação Determinados pela CVM, para os Relatórios de Administração das S/As de Capital Aberto

Trabalho de conclusão de curso de graduação em Ciências da Administração pela Universidade Federal de Santa Catarina, com área de concentração em Administração Financeira.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Moritz, Dr

Co-orientador: Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira, Dr

FLORIANÓPOLIS

2004

VANESSA KUPSKE

Análise Comparativa entre os Índices de Negociabilidade das ações da Bovespa e os Níveis de Atendimento aos Critérios Mínimos de Evidenciação Determinados pela CVM, para os Relatórios de Administração das S/As de Capital Aberto

Esta Monografia de Graduação foi julgada e aprovada, para conclusão do Curso de Administração, do departamento de Ciências da Administração, do Centro Sócio-Econômico, da Universidade Federal de Santa Catarina.



Prof^o Adm. Mário de Souza Almeida

Coordenador de Estágios

Prof^o Adm Gilberto de Oliveira Moritz

(Orientador)



Prof^o Adm Beatriz Maria Cambraia Rocca

(Membro)



Prof^o Adm Pedro Moreira Filho

(Membro)

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a DEUS por proporcionar saúde e capacidade de sempre seguir em frente apesar das adversidades.

A Minha Mãe Ivanete por sempre me apoiar e me dizer as coisas certas na hora em que preciso ouvi-las. A Minha Irmã Natássia por me dar uma razão para buscar sempre o melhor. À memória de Meu Pai Carlito, pelo exemplo de generosidade. Ao tio Neri pela escrivadinha que me ajudou a estudar para o vestibular, a tia Mana e ao tio Zé, que moram no meu coração.

Ao meu namorado William Fillard Tonello por manter meus pés no chão enquanto a cabeça permanece nas estrelas. Aos meus amigos que sempre me incentivaram, ao Michel e a Dal pelas noites no computador com bolo e café, ao agito da Ana Paula, o apoio da Renata, o companheirismo da Maria do Carmo, a ajuda providencial da Cyntia e aos telefonemas intermináveis minha melhor amiga Gabriela, sempre nos horários mais impróprios...

Um agradecimento muito especial para a professora Beatriz Maria Cambraia Rocca, por todo o auxílio, apoio, ajuda, aconselhamento, pelos momentos agradáveis que certamente carregarei comigo, como lembranças da vida acadêmica e das amizades que surgem.

Aos professores que guiaram o caminho até aqui apesar das adversidades, ao Professor Ricardo Oliveira pelo incentivo e entusiasmo em todos os momentos, ao Professor João R. Pontes, por relacionar como ninguém a importância da Economia e da Administração para com o desenvolvimento, ao meu Orientador, Professor Gilberto Moritz, por aceitar me ajudar e mesmo estando tão atarefado, me concedendo o benefício da dúvida se realmente conseguiria seguir em frente, e à Universidade Federal de Santa Catarina pelos melhores e piores momentos da minha juventude, já que tudo é aprendizado...

Muito obrigada.

*“Disclosure, again disclosure and still more
disclosure”*

Richard B. Smith

RESUMO

KUPSKE, Vanessa. Análise Comparativa entre os Índices de Negociabilidade das ações da Bovespa e os Níveis de Atendimento aos Critérios Mínimos de Evidenciação Determinados pela CVM, para os Relatórios de Administração das S/As de Capital Aberto. 75 p. Florianópolis, 2004. Trabalho de conclusão de curso, UFSC, 2004.

A teoria de mercados eficientes defende que toda a informação disponível se reflete nos preços dos ativos negociados. Uma forma de analisar o mercado é através da escola técnica, que desconsidera as causas das oscilações de preços, apenas acompanha as tendências através de gráficos para determinar o momento de compra e venda. Outra forma, é através da análise fundamentalista, que pesquisa indicadores internos e externos da empresa e setor para descobrir se um ativo está super, ou sub-valorizado. A liquidez é um indicativo de preço justo para a escola fundamentalista por refletir nos preços a ampla disponibilidade de informações. O investidor dificilmente terá problemas para vender estes títulos, caso precise de dinheiro para outro propósito. A pesquisa propõe uma análise comparativa entre índices de negociabilidade de ações ordinárias, que é um indicativo de liquidez, e o atendimento dos critérios colocados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para a divulgação de relatórios da administração das companhias. O resultado da pesquisa foi um índice de correlação de Pearson próximo de 0,3, o que denota fraca correlação positiva, embora existente, que se justifica pelo baixo interesse das empresas em manter este canal de divulgação, no entanto os valores discrepantes confirmam a hipótese de mercados eficientes.

Palavras-Chave: mercados eficientes, escola técnica, escola fundamentalista, liquidez, negociabilidade, valor, avaliação, ações, critérios e correlação.

ABSTRACT

KUPSKE, Vanessa. Comparative Analysis Between Negotiability Index of Bovespa Stocks and Minimum Levels of Compliance to CVM Rules for Open Companies Administrative Board Reports. 75 p. Florianópolis, 2004. Monograph to acquire Bachelor level in Business Administration.

The efficient market theory states that every available information reflects on the price of the assets negotiated. A way of analyze the market is through the technical school which takes into consideration the causes of price floating. This method is simply based on graphic analysis to evaluate the best timing for buying or selling stocks in the capital market. Another way is the fundamentalist analysis which is an internal and external data analysis of a company and market niche to evaluate if an asset is under evaluated or over evaluated. Liquidity is an indicative of fair price because it reflects on the prices the wide roll of information. The investor will not have problems to sell the assets in case of money shortages for another purpose. The research proposes a comparative analysis between ordinary stocks market indicators, which is an indicator of liquidity and the fully compliance with the requirements of the CVM – Comissão de Valores Mobiliários, regarding Administrative Board reports to the stockholders. The result of the research was a Pearson correlation index of approximately 0.3. This index shows week positive correlation, although existent. This is justified by the companies' low interest in keeping this channel of information. However the discrepant values confirm the hypothesis of efficient markets.

Key words: Efficient markets, Technical school, fundamentalist school, liquidity, negotiability, value, evaluation, stocks, criteria, correlation.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	8
LISTA DE QUADROS.....	9
LISTA DE TABELAS.....	10
1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	11
1.2 JUSTIFICATIVA.....	12
1.3 OBJETIVOS.....	13
1.3.1 Objetivo Geral.....	13
1.3.2 Objetivos Específicos.....	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1 MERCADOS EFICIENTES.....	14
2.1.1 Análise Técnica.....	17
2.1.2 Análise Fundamentalista.....	18
2.2 CONCEITOS DE VALOR.....	20
2.3 AVALIAÇÃO DE AÇÕES.....	21
2.3.1 Alguns indicadores externos que podem influenciar o desempenho das empresas.....	23
2.3.2 Risco e incerteza.....	28
2.3.3 Principais índices de análise de ações.....	30
2.4 LIQUIDEZ.....	33
2.5 A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO.....	35
2.5.1 A composição dos investidores.....	37
2.6 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO.....	39
2.6.1 Os Acionistas.....	40
2.7 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES.....	43
2.8 CRITÉRIOS DE EVIDENCIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PARA O RELATÓRIO DE ADMINISTRAÇÃO.....	46
2.8.1 Ambiente Empresarial.....	48
3 METODOLOGIA.....	51
3.1 POPULAÇÃO.....	52
3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS.....	53
4 ANÁLISE COMPARATIVA.....	57
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	69
REFERÊNCIAS.....	71

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: composição dos investidores da Bovespa no mês de outubro de 2004.....	38
Figura 2: negócio.....	58
Figura 3: conjuntura econômica.....	59
Figura 4: direitos dos acionistas.....	60
Figura 5: análise de cenários.....	61
Figura 6: recursos humanos.....	62
Figura 7: investimentos.....	63
Figura 8: pesquisa e desenvolvimento.....	64
Figura 9: proteção ao meio ambiente.....	65
Figura 10: gráfico de dispersão entre os índices de negociabilidade e os níveis de atendimento.....	67
Figura 11: gráfico de dispersão sem os cinco maiores índices de negociabilidade.....	68

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Índices de Indicadores Econômicos.....	27
Quadro 2: Relação de itens recomendados pela CVM para a elaboração de relatórios de administração.....	47
Quadro 3: critérios de análise dos relatórios de administração das companhias.....	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: histórico do número de empresas participantes da Bovespa de 1970 à 1999...	36
Tabela 2: composição dos investidores na Bovespa em setembro de 2004.....	39
Tabela 3: características do controle acionário nos mercados.....	41
Tabela 4: o mercado das ações ordinárias.....	41
Tabela 5: o mercado das ações preferenciais.....	41
Tabela 6: ranking das companhias quanto ao atendimento dos critérios mínimos da CVM.....	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e Problema

Mercados de países em desenvolvimento são reconhecidamente turbulentos, por sofrerem especulação diária em vários aspectos, principalmente àqueles ligados à macroeconomia e as políticas governamentais como um todo. O ambiente de constante instabilidade produz uma visão de curto prazo por parte dos agentes econômicos e a formação de poupança é dificultada pelos riscos e incertezas gerados pela realidade experimentada. A incerteza atrapalha o desenvolvimento econômico de longo prazo, portanto a captação de poupança e a alocação eficiente destes recursos. A informação é, neste ambiente, um bem valioso, uma vez que reduz as dúvidas sobre o futuro.

Para que um mercado de capitais seja eficiente, as companhias que o compõe devem transmitir credibilidade e confiabilidade aos seus investidores. Para tanto, a qualidade e a quantidade de informações devem suprir as expectativas daqueles que detém o capital para aplicar. Parece paradoxal basear a análise de investimentos em informações contábeis estáticas, históricas e retroativas, ou em notícias efêmeras, enquanto há outros instrumentos que melhor proviriam informações a respeito da situação atual e das ações futuras das companhias em questão.

O relatório administrativo deveria servir a este propósito, que segundo Mafra e Ness Jr (2002, p. 1), “representa um importante complemento às demonstrações financeiras publicadas pelas sociedades por ações, pela característica das informações que dele devem constar, simultaneamente históricas e preditivas”. Entretanto, é necessário descobrir se, em primeiro lugar, este instrumento, também chamado de mensagem aos acionistas, realmente informa de maneira abrangente os aspectos relevantes da administração e, em segundo lugar,

se existe correlação entre a quantidade de informação divulgada nestes relatórios e o índice de negociabilidade dos títulos da empresa, que remete à pergunta:

Qual a correlação entre o nível de atendimento dos critérios de evidenciação da Comissão de Valores Mobiliários para os relatórios de administração das sociedades anônimas de capital aberto e os índices de negociabilidade das ações ordinárias destas empresas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de abril à setembro de 2004?

1.2 Justificativa

A importância deste estudo está em investigar se um instrumento de divulgação de informações ao público como o relatório de administração cumpre realmente sua função, ou se é apenas uma obrigação legal. A análise serve aos gestores de companhias abertas e futuros administradores pensarem sobre a relevância de manter este canal aberto para captação de recursos de baixo custo no mercado de capitais. Serve para investidores e acionistas prestarem atenção se seus direitos a informação estão sendo preservados. Serve aos estudantes como provocação à pesquisa em prol do desenvolvimento das práticas de disclosure para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

A originalidade está em analisar comparativamente duas variáveis aparentemente aleatórias, como o nível de atendimento dos critérios mínimos exigidos na divulgação de informações no relatório de administração e os índices de negociabilidade das ações no mercado de capitais. Embora a teoria relacione a quantidade e qualidade das informações disponíveis aos investidores e os índices de liquidez dos títulos negociados em bolsas de valores, ainda existem poucos estudos levando em consideração o mercado brasileiro e suas peculiaridades.

Por fim, a pesquisa é viável em virtude das informações estarem disponíveis ao público através da rede mundial de computadores, através de divulgação pelo site da Bolsa de Valores de São Paulo e outras fontes eletrônicas de cálculos de índices de mercado de que a Universidade Federal de Santa Catarina dispõe.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar comparativamente o nível de atendimento aos critérios mínimos de evidenciação, conforme orientação de parecer nº 15 de 28 de dezembro de 1987 da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, para os relatórios de administração das sociedades anônimas de capital aberto e os respectivos índices de negociabilidade das ações ordinárias na BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, para o período de 01 de abril de 2004 à 30 de setembro de 2004.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Analisar qualitativamente os relatórios administrativos das empresas de capital aberto que compõe a população;
- b) Calcular o índice de negociabilidade das companhias selecionadas para o período de 01 de abril de 2004 à 30 de setembro de 2004;
- c) Verificar se há correlação entre os resultados obtidos na análise qualitativa e os índices de negociabilidade das empresas selecionadas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Mercados Eficientes

Em uma época de constantes mudanças, a informação é um bem valioso. O mercado de capitais é reconhecidamente turbulento e sensível a rumores, indicativos e notícias. A mídia, para Shiller (2000, p. 67), apesar de “se apresentar como observadora distante dos eventos do mercado, ela própria é parte integral desses eventos. Acontecimentos significativos de mercado geralmente ocorrem quando há um pensamento similar entre grandes grupos de pessoas” e a mídia é um excelente meio para disseminar idéias. Entretanto, este tipo de divulgação contém aspectos pouco específicos e muito conteúdo especulativo.

Informação é a base da tomada de decisão, seja ela correta ou não. No mercado de capitais os modelos de avaliação se baseiam nas informações disponíveis e os preços se determinam pela lei da oferta e procura, que levam um investidor, conforme seu estilo de tomada de decisão, a comprar ou vender papéis de uma companhia. Conforme Falcini (1995), a eficiência dos modelos de avaliação está ligada a qualidade e quantidade de informações disponíveis, este fato remete à teoria sobre a eficiência dos mercados. A teoria, segundo Shiller (2000, p. 161), “afirma que todos os preços financeiros refletem precisamente todas as informações públicas em qualquer época. Em outras palavras, os preços dos ativos financeiros são sempre determinados corretamente, dado o que é conhecido publicamente”.

A eficiência do mercado financeiro caracteriza-se, de acordo com Brito (apud SECURATO, 1996), em três níveis: o informacional, quando as informações geradas no ambiente refletem imediatamente sobre os preços; o alocacional, quando os intermediários financeiros são capazes de criar títulos que melhor acomodem a poupança na economia; e o

operacional, que é a forma de as instituições financeiras assessorarem seus clientes quanto a circulação de títulos no mercado.

Quanto ao nível informacional, coloca Securato (1996, p. 132), que as informações “podem ser de âmbito próprio, ligadas à empresa ou à instituição captadora de recursos, ou de âmbito conjuntural, mas afetando a empresa ou a instituição captadora [...] A velocidade em que ocorre esta adequação é que define a eficiência do mercado.”

Analisando o mercado sob a luz desta teoria, os preços correntes refletem integralmente as informações disponíveis, apresentando oscilações de um período para outro. Para Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 227) “os preços mudam porque surgem novas informações, e os investidores reavaliam os ativos [...] com base nas informações disponíveis, não há razão para crer que o preço de mercado seja muito baixo ou muito alto.”

Em suma, quanto mais informações confiáveis e disponíveis, mais eficientes são os mercados. O argumento mais simples e direto em defesa da eficiência dos mercados vem, segundo Shiller (2000, p. 162), “da observação de que parece difícil ganhar muito dinheiro comprando em baixa e vendendo em alta no mercado de ações. Muitas pessoas aparentemente capazes tentam fazer isso, mas não conseguem sucesso frequentemente.” Corroboram a assertiva Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 230), “a consequência lógica de todo esse esforço de coleta e análise de informações é a redução das possibilidades de que haja ações incorretamente avaliadas [...] devido a competição entre os investidores, o mercado se tornará cada vez mais eficiente”.

Um conceito extremo da hipótese de mercado eficiente é dado como

Um suposto mercado ‘perfeito’ no qual há muitos pequenos investidores, cada um tendo as mesmas informações e expectativas com relação aos títulos; nenhuma restrição sobre investimentos, nenhum imposto, nenhum custo de transação; e investidores racionais, que vêem títulos similarmente e são avessos ao risco, preferindo retorno maior e risco menor (GITMAN, 2001, p. 222).

A hipótese de mercado eficiente, para Bodie, Kane e Marcus (2000), se apresenta de três formas: fraca, onde os preços das ações já refletem as informações dos históricos de

negociações passadas e a análise de tendências seria inútil; a semiforte, onde os preços das ações já refletem todas as informações disponíveis; e a forma forte, onde os preços refletem inclusive informações internas da empresa. A forma que classifica o mercado implica na escolha de políticas de investimentos com base em análise técnica ou fundamentalista para ativos individuais, e a gestão de carteira ativa, para mercados ineficientes, ou passiva, na forma de fundos ou índices de ações.

As três formas que derivam da hipótese de mercado eficiente são abordadas por Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 267), como “O conjunto de informações representados pelos preços passados é um subconjunto das informações publicamente disponíveis, que por sua vez constituem um subconjunto da totalidade das informações”. Significa que a eficiência forte engloba a eficiência semiforte, que por sua vez subentende a eficiência fraca.

A importância desta teoria no mercado brasileiro se dá no sentido da precariedade da divulgação de informações e da alta especulação e conseqüente instabilidade geradas por fatores macroeconômicos, segundo Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 250), “mercados emergentes, que são menos intensamente analisados do que os mercados dos EUA e nos quais é mais difícil encontrar informações, podem ser menos eficientes do que os mercados dos EUA”, portanto há possibilidade de ativos sub ou sobre avaliados.

Houve avanços nos últimos tempos no mercado brasileiro, embora ainda distante do ideal, de acordo com Luquet (2000, p. 77), “Uma boa notícia para os investidores de maneira geral é que o avanço tecnológico, a abertura dos mercados e a competição entre corretores de valores fizeram com que as informações sobre o mercado de ações se multiplicassem numa velocidade espantosa”. Há que se analisar a qualidade, confiabilidade e abrangência destas informações para que a tomada de decisão de compra ou venda de um ativo traga e resultados eficazes de acordo com os objetivos intrínsecos de cada investidor.

Questionando ou corroborando a hipótese de eficiência dos mercados, em maior ou menor intensidade, existem duas metodologias de análise mais comuns para avaliar o desempenho das ações emitidas pelas companhias, que são a escola fundamentalista e a escola técnica, também conhecida como escola técnica ou grafismo.

2.1.1 Análise Técnica

A análise técnica, também conhecida como escola gráfica, é conceituada por Fortuna (2002, p. 439), como “análise gráfica, quer seja pelo método de barras ou de ponto figura, tendo como base os volumes e os preços pelos quais foram comercializadas as ações nos pregões anteriores”. As técnicas utilizadas são importantes, principalmente, para saber o momento certo para comprar ou vender a ação de uma determinada empresa, mesmo que no período de um pregão, que é, segundo Cavalcante e Misumi (2002, p. 320), um “Local mantido pelas Bolsas, adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de negociação de compra e venda de títulos e valores, em mercado livre e aberto”. Complementam Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 252), que a escola “pesquisa sobre padrões recorrentes e previsíveis dos preços das ações, e sobre substitutos, para criar pressão de compra e venda no mercado.”

De acordo com o Guia de Análise Técnica do Investshop (2004a), na escola gráfica, o técnico “acredita que tudo que possa vir afetar a ação de mercado de uma ação ou de uma ‘commodity’, seja fundamentalista, político, sociológico etc. está já refletido no preço corrente do ativo. O que quer dizer que a única coisa que interessa é estudar o comportamento desse preço”. Significa que os preços das ações deveriam refletir mudanças de oferta e procura demonstrando movimentos de alta ou de baixa.

De acordo com a hipótese de mercado eficiente,

uma mudança nos fundamentos do mercado deve ser refletida imediatamente nos preços. No entanto, de acordo com os técnicos, esta mudança levará a uma alteração gradual nos preços que pode ser reconhecida como uma tendência. Tais tendências exploráveis nos preços do mercado acionário seriam provas condenatórias contra a HME, pois indicariam oportunidades de lucro que os participantes no mercado deixariam inexploradas (BODIE, KANE e MARCUS, 2000, p. 433).

A teoria Dow, bastante difundida entre os analistas técnicos, como citam Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 433), é “Uma técnica que tenta discernir tendências de longo e curto prazo nos preços do mercado acionário”. Conforme esta teoria existem três forças que afetam os preços: a tendência primária, que é o movimento de longo prazo; as tendências secundárias ou intermediárias, que são causadas no curto prazo como forma de ajustes de mercado; e as tendências terciárias, que são movimentos de curtíssimo prazo como as flutuações diárias nos preços. Segundo o Investshop (2004a), “O analista técnico sabe que existem razões para a alta ou baixa, mas não acredita que conhecer estas razões seja necessário em seu trabalho”.

Conforme as novas teorias de disseminação de informações no mercado que estão surgindo (BODIE, KANE e MARCUS, 2000), pode haver um papel importante no exame de preços passados na formulação de estratégias de investimento no mercado. Entretanto, estas novas teorias não apóiam os padrões específicos de grafismo dos quais os analistas técnicos tanto dependem.

2.1.2 Análise Fundamentalista

A análise fundamentalista, para Fortuna (2002), baseia-se nos resultados de cada empresa e seu setor dentro da conjuntura econômica nacional e, até mesmo, internacional. Colocam Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 252), que esta escola “pesquisa sobre determinantes do valor de ações, como perspectivas de ganhos e dividendos, expectativas sobre futuras taxas de juros, e o risco da empresa”, complementa Luquet (2000, p. 78), “os analistas

fundamentalistas tentam antecipar duas ou três variáveis de uma empresa que ainda não tenham sido ‘precificadas’ pelo mercado. Para isso, estudam detalhadamente, entre outros fatores, o setor no qual atua a empresa e suas perspectivas de crescimento e lucro”.

As premissas da escola fundamentalista são a análise macro e microeconômicas que são os determinantes de valor de uma empresa, conforme os analistas desta escola, estes determinantes podem até mesmo ser perspectivas de lucros e dividendos.

Esse tipo de ferramenta analítica tem como base os fundamentos das empresas, ou seja, avalia de que forma os números, o grau de endividamento, o histórico da empresa e as perspectivas para o setor, impactam no preço do ativo. Tais indicadores, confrontados com o cenário macroeconômico e o preço de mercado do papel, são utilizados para definir se determinada ação é ou não um bom investimento (INVESTSHOP, 2004b).

A escola fundamentalista, conforme Bodie, Kane e Marcus (2000), analisa as perspectivas de uma empresa começando pelo ambiente econômico em geral, inclusive o internacional. O escopo vai se fechando ao setor de atuação da organização e sua respectiva posição no mercado, para então se ocupar dos aspectos intrínsecos a administração.

Para esta escola toda a informação é importante e deve ser analisada criteriosamente, entendendo a empresa como um subsistema da macroeconomia que sofre e provoca reações no mercado e na economia em geral. A análise deve ser cuidadosa para que se encontrem boas opções de investimentos a longo ou curto prazo, de acordo com Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 349), “Para algumas empresas, as circunstâncias macroeconômicas e setoriais podem ter uma influência maior sobre os lucros do que o desempenho relativo da empresa dentro de seu setor”.

A análise de investimento pela escola fundamentalista, segundo Cavalcante e Misumi (2002), é uma metodologia de análise para determinar o preço justo de uma ação, este preço se fundamenta na expectativa de resultados futuros e os preços determinados nos pregões da Bolsa de Valores refletem apenas uma média das expectativas entre os compradores e vendedores da ação. A cotação de Bolsa seria um dado de mercado, enquanto que o preço

justo é uma avaliação individual com base nas informações analisadas. Corrobora Luquet (2000, p. 78), “Os analistas de investimentos costumam calcular o preço que consideram justo para a ação de cada empresa. cada analista tem uma percepção de risco diferente da empresa e do setor em que ela atua, por isso podem existir vários preços justos para uma mesma empresa”.

2.2 Conceitos de Valor

Existem várias classificações de valor para uma companhia de capital aberto ou de seus papéis de mercado. Conceitua Neiva (1997, p. 11), que “O grau de utilidade de um bem, dentro da escala de preferência do consumidor, é que determina seu valor. Tanto a utilidade dos bens como a preferência dos seres humanos pelos bens econômicos são fatores não claramente definidos”. Os movimentos do mercado são causados por pessoas com perspectivas, interesses e concepções diferentes, que geram oferta e procura de ativos financeiros.

Uma Sociedade Anônima tem seu capital dividido em ações pulverizadas no mercado, que são partes proporcionais representantes do valor total da companhia. Vários fatores implicam na determinação do valor de uma companhia, segundo a análise fundamentalista, este valor é uma média das expectativas de ganhos futuros, mas tudo depende da interpretação que o investidor dá aos sinais emitidos pelo mercado e ao valor intrínseco atribuído, qualquer que seja o método de análise.

Conforme a classificação de Neiva (1997), dentre as concepções de valor da empresa, destacam-se: o valor patrimonial, que é determinado pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio da empresa e analisados conforme os princípios geralmente aceitos de contabilidade; e o valor econômico, que decorre do potencial de resultados futuros e

desempenho. A respeito do valor contábil, de acordo com Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 41), “Os valores apresentados no balanço da empresa, no que se refere aos ativos, são valores contábeis, e geralmente não representam o que os ativos realmente valem”, também não consideram os ativos intangíveis em virtude de aspectos polêmicos de atribuição de valor.

Uma vez que o patrimônio das sociedades anônimas é representado pelas suas ações, sejam elas preferenciais ou ordinárias, então os valores atribuídos a elas pela mecânica do mercado, multiplicado por suas quantidades distribuídas entre os acionistas, também servem para determinar o valor da empresa como um todo. Entretanto, há bastante complexidade em determinar este valor, de acordo com a Cavalcante e Misumi (2002), os valores das ações podem ser: contábil, que é lançado no Estatuto e nos Livros da Companhia; patrimonial, que é o valor do Patrimônio Líquido do exercício considerado dividido pelo número de ações emitidas; intrínseco, determinado pela análise fundamentalista; de liquidação, estimado para o caso de encerramento das atividades da companhia; unitário, que é o valor do capital social realizado de uma empresa dividido pelo número de ações emitidas; de subscrição, fixados para a emissão de ações para aumento de capital e; de mercado, que é o valor de cotação na Bolsa de Valores.

2.3 Avaliação de Ações

A base da avaliação de qualquer ativo é a informação que se tem a seu respeito, seja qual for a escolha do método utilizado. No mercado de capitais interessam as informações relacionadas as empresas e seu ambiente, sejam financeiras ou não financeiras. O processo de avaliação econômica de um investimento, para Falcini (1995, p. 17) “deve levar em conta que todas as coisas suscetíveis de satisfazer as necessidades humanas se caracterizam por possuir

dois tipos de utilidades: utilidade objetiva ou intrínseca no bem em si mesmo e utilidade subjetiva [...] atribuída ou projetada no bem.”

A projeção de valor pode ser dada por apenas um indivíduo, um investidor, por exemplo, que segundo Cavalcante e Misumi (2002, p. 310), é um “Indivíduo ou instituição que aplica suas economias com o objetivo de obter ganho a médio e longo prazos”, ou por um grupo, como um clube de investimentos, que de acordo com Fortuna (2002, p. 401), “É o condomínio constituído por pessoas físicas para a aplicação de recursos comuns em títulos e valores mobiliários”.

A importância dada pelo investidor quanto a utilidade objetiva ou subjetiva de seus investimentos é singular, o profissional de finanças apenas analisa as possibilidades do mercado e sugere o que se enquadra no perfil de seu cliente, como citam Bernstein e Damodaran (2000, p. 28), “Administradores de investimentos podem realmente saber muito mais sobre investimentos e mercado de capital do que um cliente. Mas eles sabem muito pouco sobre as necessidades particulares de cada cliente.”

A correta avaliação econômica de investimentos apresenta dificuldades, principalmente no que se refere a avaliação de ativos intangíveis, desta forma, existem vários modelos de avaliação, que abordam diferentes aspectos do investimento na companhia em questão e dependem da informação disponível.

De qualquer forma,

[...] a eficiência de todos os modelos de avaliação intrínseca de um investimento, independentemente da maior ou menor funcionabilidade das variáveis que os compõe, dependerá diretamente do nível e da qualidade das informações, especialmente das relativas ao presente e planos futuros do empreendimento (FALCINI, 1995, p. 17)

Dentre as abordagens de valor das companhias ou de suas ações, duas são principais: as que dão ênfase ao caráter contábil, ou objetivo e as que dão ênfase ao fator econômico ou intrínseco. Coloca Neiva (1997, p. 12), que “Se é complexa a determinação do valor de um bem isoladamente, mais difícil se torna a avaliação de uma empresa que é constituída do

conjunto de bens heterogêneos e destinados a produzirem riqueza, dentro das mais diversas conjunturas econômicas e sociais”, lembrando que as ações representam em sua totalidade o valor econômico, ou de mercado, da companhia que as emitiu, segundo Luquet (2000, p. 75), “Para calcular o valor de mercado de uma empresa, multiplique o número de ações que essa empresa tem no mercado pelo preço com que cada uma dessas ações está sendo negociada.”

2.3.1 Alguns indicadores externos que podem influenciar o desempenho das empresas

As relações de troca entre os agentes econômicos se desenvolvem pelo mecanismo de mercado, que é determinado pela interseção das curvas de oferta e demanda criando o ponto de equilíbrio formando o preço dos ativos negociados. Como coloca Assaf Neto (2001, p. 26), “Os modelos de formação de preços enquadram-se essencialmente na análise do equilíbrio parcial e do equilíbrio geral”, o primeiro trata da formação do preço de certo ativo sem levar em conta o impacto de outros mercados, enquanto que o equilíbrio geral considera o inter-relacionamento dos mercados, inclusive internacional.

Índices relacionados a economia globalizada podem afetar as perspectivas de uma empresa com relação ao seu potencial de exportação, em virtude da competição por preço, pagamento de juros de financiamentos em moeda estrangeira, ou ainda, lucros gerados por investimentos no exterior. Argumentam Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 350), que “apesar do fato de as economias, na maioria dos países, estarem ligadas em uma macroeconomia global, há, em qualquer momento, uma variação considerável no desempenho econômico entre os países”.

Uma análise criteriosa deveria começar por considerar a situação da economia mundial, seu comportamento nos últimos anos e as principais tendências. Em seguida, dever-se-ia passar a analisar a conjuntura nacional e regional, levando as séries históricas relevantes e tentando identificar as principais tendências. Essa análise pode tanto comprovar hipóteses iniciais de viabilidade de certo investimento quanto mostrar o contrário (SOUZA e CLEMENTE, 2001, p. 30).

Fatores macroeconômicos interferem no desempenho das empresas e muitas vezes refletem nas relações de comércio exterior. Para entender estas influências, faz-se necessário explicar a respeito das políticas econômicas do governo. Conforme Assaf Neto (2001), o governo interfere na economia com a política monetária, a política fiscal, a política cambial e a formação de juros. Ressaltam Souza e Clemente (2001, p. 29), “Quanto à política econômica, é desnecessário enfatizar a importância das políticas monetária, creditícia, fiscal, salarial e de comércio exterior. As decisões governamentais nessas áreas afetam tanto direta quanto indiretamente os resultados econômicos das empresas”.

A política monetária, coloca Fortuna (2002, p. 47), “pode ser definida como o controle da oferta da moeda e das taxas de juros que garantam a liquidez ideal de cada momento econômico”. Os instrumentos utilizados para a manutenção do nível ideal de oferta de moeda são o depósito compulsório, operações de redesconto ou empréstimos de liquidez e as operações em mercado aberto. Complementa Assaf Neto (2001, p. 44), “As medidas restritivas são tomadas sempre que o crescimento da demanda e dos investimentos empresariais se situarem acima da capacidade da oferta de moeda da economia”. O contrário também procede, quando estes instrumentos da política monetária são utilizados de forma expansionista, a liquidez da economia se eleva, incentivando o consumo e os investimentos de longo prazo.

A política fiscal, para Fortuna (2002, p. 54), “é a política de receitas e despesas do Governo. Envolve a definição e a aplicação da carga tributária exercida sobre os agentes econômicos, bem como a definição dos gastos do Governo, que tem como base os tributos captados”. A política fiscal visa o equilíbrio dos gastos do setor público em relação a sua receita por meio de impostos, conclui Assaf Neto (2001, p. 48), que “se o governo elevar a cobrança de impostos das empresas, duas importantes repercussões estão previstas: redução

dos resultados, o que torna o capital investido menos atraente, e também menor capacidade de investimento [...] tornando a empresa mais dependente de empréstimos”.

A política cambial está baseada na administração das taxas de câmbio e controle das operações cambiais (FORTUNA, 2002), está indiretamente ligada a política monetária, mas se destaca por atuar mais diretamente sobre variáveis relacionadas às transações econômicas do país com o exterior. De acordo com Assaf Neto (2001, p. 50), “É fixada de maneira a viabilizar as necessidades de expansão da economia e promover seu desenvolvimento econômico”. A política cambial afeta indiretamente o nível de oferta de moeda nacional na economia e as reservas de moeda estrangeira no Banco Central, também influencia na balança comercial, que segundo Assaf Neto (2001, p. 54), “Registra o saldo apurado das exportações menos as importações. Essas transações são fixadas por seu valor FOB – *free on board* -, ou seja, pelo valor de embarque das mercadorias não estando incluídos fretes e seguros”.

Outro fator que pode influenciar o desempenho das empresas é a formação dos juros da taxa básica que é determinada pelo COPOM - Comitê de Política Econômica (ASSAF NETO, 2001), com base na avaliação de informações de três naturezas: conjuntura econômica, mercado cambial e mercado financeiro. Expõe Assaf Neto (2001, p. 58-59), que a taxa de juro do sistema econômico “é a taxa mínima, estando sempre abaixo dos retornos oferecidos pelos ativos que não sejam títulos governamentais. E a taxa de juro estabelecida livremente pelo mercado é a taxa de referencial a ser comparada com os retornos oferecidos pelos investimentos com risco”. Complementam a questão Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 353), “As altas taxas de juros reduzem o valor presente dos futuros fluxos de caixa, diminuindo, assim, a atratividade das oportunidades de investimento. Por este motivo, as taxas de juros reais são determinantes importantes nos gastos da empresa com investimentos”. Complementa Luquet (2000, p. 79), “Uma alta nas taxas de juro tende a se refletir com queda

nos preços das ações. Isso porque os títulos de renda fixa, aplicações mais conservadoras, passam a ter retornos maiores e a competir com ações, que são aplicações de maior risco.”

Outros fatores macroeconômicos são citados por Bodie, Kane e Marcus (2000), por sua importância e possível influência no desempenho das organizações. O produto interno bruto – PIB, que é o valor de mercado de produtos e serviços produzidos por um período de tempo de geralmente um ano; a taxa de desemprego, que é o coeficiente do número de pessoas classificadas como desempregadas em relação ao total da força de trabalho; a inflação, que é a taxa pela qual o nível geral de preços esteja subindo; o sentimento de otimismo ou pessimismo dos agentes econômicos com relação à economia, além de outros já comentados, como taxa de juros ou receitas e despesas do governo.

Assim como os fatores macroeconômicos nacionais e, até mesmo, internacionais, podem influenciar no desempenho das organizações e na avaliação dos ativos disponíveis no mercado, o setor onde a empresa atua pode apresentar características próprias. Os setores, assim como a economia em geral, sofrem ciclos de expansão e retração (BODIE, KANE e MARCUS, 2000), mas os setores diferem entre si de acordo com a sua sensibilidade ao ciclo econômico. Os setores mais sensíveis tendem a ser aqueles que produzem bens duráveis para os quais os consumidores são discretos em suas decisões de compra. Outros setores sensíveis são os que produzem bens de capital para outras empresas, estes servem de referência para observar um crescimento ou retração recente do ciclo econômico.

Uma vez que a economia e seus setores apresentam esta natureza cíclica, significa que alguns indícios de expansão ou retração podem ser observados, analisados e até previstos. Conforme Bodie, Kane e Marcus (2000), existem alguns pré-indicadores que sofrem alteração antes de um período recessivo ou de crescimento do ciclo, outros indicadores sofrem mudanças durante o processo, enquanto que os demais somente se fixam após o evento. O modelo de indicadores exposto representa índices que são fácil e comumente coletados nos

Estados Unidos, entretanto deve-se fazer ressalvas e adaptações para a realidade brasileira, como exemplo, o item nove dos pré-indicadores, o que está exposto é o Standard & Poor's 500 Stock Composite Index, composto de empresas norte americanas.

O quadro a seguir expõe o modelo de indicadores que sinalizam antes, durante e depois do evento, uma tendência de alta ou baixa no ciclo de negócios, que pode ser de um setor, ou da economia como um todo, dependerá da aplicação dada pelo analista.

A. Pré-indicadores

1. Média de horas semanais dos empregados na produção (fabricação).
2. Média semanal de reivindicações iniciais de seguro-desemprego.
3. Novos pedidos para os fabricantes (setores de bens de consumo e materiais).
4. Desempenho do vendedor – índice de difusão de entregas mais lentas.
5. Contratos e pedidos para a fábrica e equipamentos.
6. Novas unidades habitacionais particulares autorizadas por alvará para construção local.
7. Mudanças nos pedidos dos fabricantes (setores de bens duráveis) que não foram atendidos.
8. Mudança nos preços de materiais sensíveis.
9. Preços das ações, ações ordinárias da 500.
10. Oferta de moeda (M2).
11. Índice das expectativas do consumidor.

B. Indicadores Coincidentes

1. Empregados em folhas de pagamento não-agrícolas.
2. Renda pessoal menos pagamento de transferências.
3. Produção industrial.
4. Vendas de fábricas e comércio.

C. Pós-indicadores

1. Duração média do desemprego.
2. Coeficiente dos estoques comerciais para vendas.
3. Mudança no índice do custo de mão-de-obra por unidade de produção.
4. Taxa diferencial média cobrada pelos bancos.
5. Empréstimos comerciais e industriais não-liquidados.
6. Quociente do crédito a prestações-não-liquidadas do consumidor para a renda pessoal.
7. Mudança no índice de preços do consumidor para serviços.

Quadro 1: Índices de Indicadores Econômicos.

Fonte: Survey of Current Business. Departamento de Comércio dos EUA., julho, 1996. In Bodie, Kane e Marcus (2000, p.361).

2.3.2 Risco e incerteza

A avaliação de qualquer tipo de investimento deve levar em consideração a variável risco. Um tipo de risco associado, principalmente ao mercado de capitais, é o risco econômico. Para Luquet (2000, p. 79), “o perigo é o de uma desaceleração da economia. Sem crescimento no país, o preço das ações tende a cair, porque a receita e os lucros das empresas entram em declínio. Outro risco é o do próprio negócio da empresa, ou seja, se o setor em que ela atua entrar em declínio”. Colocam Souza e Clemente (2001, p. 121), “Pode-se fazer uma previsão sobre o comportamento futuro de determinados eventos, mas não se pode determinar exatamente quando e em que intensidade eles deverão ocorrer”.

O risco pode ser classificado e até certo ponto mensurado através de métodos estatísticos, como cita Assaf Neto (2001, p. 255), “A idéia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda.” Completa Gitman (2002, p. 205), que o risco é “A chance de perda financeira ou, colocado mais formalmente, a variabilidade de retorno associado a um dado ativo.”

Os eventos extrínsecos à organização podem gerar riscos, mas os aspectos intrínsecos também, alerta Luquet (2000, p. 79), “Há também o risco de a administração da empresa ser ruim, isto é, sua gestão não é eficiente e os lucros da empresa, portanto, não são compatíveis com seus investimentos”. Observam Mellagi Filho e Ishikawa (2000, p. 261), que “diversos fatores influenciam os preços dos ativos, e das ações em particular, tanto internos (relacionados ao desempenho da empresa emissora) quanto externos (relacionados ao desempenho da economia do país e das expectativas dos agentes econômicos).” Para Gitman (2002, p. 215), “O aspecto mais importante do risco é o risco global da empresa como visto

pelos investidores no mercado. O risco global afeta de forma significativa as oportunidades de investimento – e, mais ainda, a riqueza dos proprietários.”

O risco é um conceito bastante segmentado conforme sua abordagem, como expõem Assaf Neto (2001, p. 259), “Nessa ampla abrangência do entendimento de risco, a avaliação de uma empresa delimita-se aos componentes de seu risco total: econômico e financeiro”, sendo o risco econômico de natureza conjuntural, como alterações na economia, ou no mercado e, o risco financeiro, relacionado a saúde financeira da empresa avaliada. Define Assaf Neto (2001, p. 259), “pode-se introduzir que o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte sistemática (risco sistemático ou conjuntural) e não sistemática (risco específico ou próprio do ativo).”

O risco é um componente da avaliação de ativos que de certa forma, através de métodos estatísticos, pode ser previsto, de acordo com análise macro e microambiental, ou seja, análise de risco sistemático e não sistemático, entretanto a incerteza está presente, mas não pode ser mensurada.

A distinção, de natureza muito mais acadêmica do que prática, entre risco e incerteza está associada ao grau de conhecimento que se tem sobre o comportamento do evento. O termo incerteza tem sido utilizado quando não se conhece nada sobre o comportamento futuro do evento e o termo risco tem sido utilizado quando se conhece, pelo menos, a distribuição de probabilidade do comportamento futuro do evento (SOUZA e CLEMENTE, 2001, p. 121 – 122).

Um estudo que deriva dos conceitos de risco é a análise de sensibilidade, que segundo Gitman (2002, p. 207), “usa um número de estimativas de retornos possíveis para obter uma percepção da variabilidade entre os resultados. Um método comum envolve a estimativa de pessimista (pior), o mais provável (esperados) e o otimista (melhor) associado a um ativo”. O intervalo entre a melhor e a pior estimativa é a sensibilidade ao risco do ativo, quanto maior for o intervalo, maior a variabilidade, ou risco apresenta.

2.3.3 Principais índices de análise de ações

A análise técnica, como já foi abordado, baseia sua análise no comportamento dos preços das ações no mercado, como cita Assaf Neto (2001, p. 237), “sendo considerados, principalmente, os parâmetros de oferta e procura desses papéis e a evolução de suas cotações. A partir desse conhecimento de preços e volumes transacionados, são efetuadas projeções sobre o desempenho futuro dos preços das ações.” Então, esta escola utilizada como método de avaliação os gráficos e modelos matemáticos para identificar padrões e prever comportamentos.

Já a técnica fundamentalista considera a análise das variáveis internas e externas da companhia, que influenciam o seu desempenho e, conseqüentemente, o valor intrínseco de suas ações. Segundo Assaf Neto (2001, p. 237), “Os principais subsídios desse critério de análise são os demonstrativos financeiros da empresa e os diversos dados e informações referentes ao setor econômico de atividade, ao mercado acionário e à conjuntura econômica”. Tendo as informações a disposição, são aplicados modelos quantitativos e financeiros para tomar decisões de compra ou venda de determinada ação pelo seu valor de mercado.

Os indicadores de análise de ações mais comuns desta escola são, conforme Luquet (2000), o índice preço/lucro, divide a cotação da ação pelo lucro da empresa por ação, serve para comparar com outros índices de outras empresas do mesmo setor, quanto mais baixo o resultado, mais barata está a empresa; o índice preço/valor patrimonial, divide o preço da ação no mercado pelo valor patrimonial por ação, preços abaixo do valor patrimonial podem indicar uma ação barata; e o índice preço/vendas, que é o preço da ação dividido pelo total de suas vendas, quanto maior o índice, mais cara está a ação.

Outros índices são, também, utilizados por analistas fundamentalistas, conforme Assaf Neto (2001). O lucro por ação – LPA é o lucro líquido da empresa dividido pelo número de

ações emitidas, este índice ilustra o benefício, ou seja, o lucro por ação emitida pela companhia em relação ao lucro após o imposto de renda, contudo não revela quanto o acionista irá receber, pois isso depende da política de dividendos da empresa.

O Q de Tobin é outro índice colocado por Assaf Neto (2001), que relaciona o valor de mercado da empresa com o valor de reposição de seus ativos, conforme o autor, este é um índice bastante revelador do potencial de valorização da companhia, pois indica a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu poder de gerar lucros.

Métodos de avaliação por múltiplos, entre eles o preço/valor patrimonial, são bastante difundidos no mercado, apesar de controversa nos critérios definidos, conforme Cavalcante e Misumi (2002), o raciocínio é simples: calcula-se múltiplos de várias empresas, que é o preço da ação na bolsa dividido por um parâmetro de avaliação (que pode ser o valor patrimonial, vendas líquidas, geração de caixa operacional e assim por diante), na comparação, ações com índices baixos estão subavaliadas e ações com índices altos estão superavaliadas.

Dos métodos de avaliação por múltiplos, o preço/EBITDA e o enterprise value/EBITDA, ganham destaque, citam Cavalcante e Misumi (2002, p. 192), “EBITDA é a sigla para Earnings Before Interest, Taxes Depreciation & Amortization (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), que nada mais é do que uma aproximação do lucro da atividade na ‘base caixa’.” Servindo de denominador, este múltiplo dá um índice utilizado pelos analistas do mercado interno em relação ao preço e em relação ao enterprise value, indica qual o prazo de retorno do capital total, utilizado por investidores estrangeiros, pois o enterprise value é a soma do valor de mercado da empresa mais os empréstimos e financiamentos onerosos menos as aplicações financeiras, sendo usado como comparativo de empresas de países diferentes

Na análise fundamentalista, o preço justo de uma ação se fundamenta na expectativa de resultados futuros, enfatizam Cavalcante e Misumi (2002, p. 196), “Evidentemente que o

preço justo é informação resultante de avaliação individual do investidor. Pode variar de investidor para investidor, especialmente devido às estimativas de lucro por ação, custo de oportunidade e definição de prêmio pelo risco”, esta diferença de avaliações é que mantém a atratividade das bolsas de valores, se as expectativas fossem iguais não haveria negociação.

Uma variante do índice Q de Tobin muito adotada pelos analistas é a medida denominada MVA – Market Value Added, que para Assaf Neto (2001, p. 240), é “obtido pela diferença (e não relação, como proposto por Tobin) entre o valor de mercado e o valor de investimento dos ativos. É a riqueza que uma empresa gerou a seus acionistas, demonstrada em valores absolutos pelo retorno que puderam auferir de seus investimentos”. Completam o conceito Cavalcante e Misumi (2002, p. 197), “O MVA indica se uma companhia aumentou ou diminuiu o valor resultante da diferença entre o capital que recebeu dos acionistas menos o que tomou emprestado nos diferentes mercados financeiros”. O MVA avalia a performance da companhia e está relacionado em longo prazo.

No curto prazo, a medida mais utilizada é o EVA – Economic Value Added, ou Valor Econômico Agregado, que segundo Ehrbar (1999, p.1), “é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza”. Conforme Cavalcante e Misumi (2002), os analistas procuram medir o resultado que realmente interessa ao investidor, ou seja, a companhia precisa utilizar o máximo de capitais próprios e de terceiros, desde que este capital renda mais do que custa e as ações de empresas que obtêm EVA tendem a se valorizar na bolsa de valores por estarem criando valor para os acionistas.

O EVA considera o custo de oportunidade do capital do investidor para reconhecer aumento ou diminuição de sua riqueza como acionista. Conforme Ross, Westerfield e Jordan (1998) o custo de capital próprio é o retorno exigido pelos proprietários da empresa em relação aos seus investimentos, enquanto que o custo de oportunidade é uma alternativa mais

valiosa que é sacrificada quando um investimento é feito. É com base nestes conceitos que se calcula o EVA em curto prazo e o MVA em longo prazo.

2.4 Liquidez

O mercado de ações é conhecido pela associação ao fator risco inerente aos seus ativos negociados, com a totalidade das operações. Para Luquet (2000, p. 70), “O mercado de ações é, de fato, um mercado de riscos”, entretanto complementa “No longo prazo, os investimentos em ações tem-se mostrado uma aplicação muito atraente e vem batendo com constância a inflação e os investimentos em renda fixa. No entanto [...] não pode, em hipótese alguma, aplicar o dinheiro que utilizará no curto prazo”.

De uma maneira geral, a liquidez, conceituam Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 136), “é a velocidade e a facilidade com a qual um ativo pode ser vendido e, ainda assim, conseguir um preço justo. É a relação entre a dimensão de prazo (quanto tempo demorará para ser vendido) e a dimensão preço (o desconto do preço justo de mercado) de um ativo”. No mercado de capitais os investidores costumam levar em conta a possibilidade de precisar de dinheiro a curto prazo.

A liquidez, na verdade, possui duas dimensões: facilidade de conversão *versus* perda de valor. Qualquer ativo pode ser convertido rapidamente em dinheiro desde que se reduza o preço suficientemente. Um ativo líquido, portanto, é o que pode ser vendido rapidamente sem perda significativa de valor. Um ativo ilíquido é aquele que não pode ser convertido rapidamente em dinheiro sem redução de preço substancial (ROSS, WESTERFIELD e JORDAM, 1998, p. 40).

Fazendo um comparativo entre risco e liquidez de valores mobiliários do mercado de capitais, coloca Fortuna (2002), que a atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado porque garantem um certo nível de estabilidade, enquanto que os especuladores, que investem com objetivo de ganhos imediatos, garantem os níveis de liquidez do mercado.

O Ibovespa – índice bovespa foi criado, conceitua Mellagi Filho e Ishikawa (2000, p. 248), “com a finalidade de acompanhar o desempenho médio das principais ações que são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. As ações que compõem o índice são escolhidas principalmente por sua representatividade em termos de volume de negócios [...] em dado período”. O volume de negócios é medido por um índice de negociabilidade e a cada quadrimestre a carteira teórica é reavaliada, uma das críticas a este índice é a concentração em poucas ações devido aos índices de negociabilidade observados que separam as ações em dois grupos: as ações de primeira linha, ou *blue chips* e as de segunda linha.

o Ibovespa não é feito apenas de *blue chips*; a carteira que forma o índice conta também com outras ações, mas todas as *blue chips* fazem parte do índice. Ações de segunda linha, ou *small caps*, [...] são chamadas assim porque não tem a mesma liquidez que as de primeira linha. Ou seja, seu volume de negócios é pequeno em relação às ações de primeira linha. O potencial de ganho é grande, porque, se se tratar de uma empresa bem gerida e que esteja em franca expansão tendo sucesso em seu ramo de atividade, suas ações são candidatas naturais a *blue chips*. E quando isso ocorrer, quer dizer, quando o mercado descobrir essas ações e houver uma enxurrada de compradores, seu preço tende a disparar (LUQUET, 2000, p. 82).

A bolsa de valores é um local mantido para negociação de valores mobiliários, conforme Cavalcante e Misumi (2002), o nível de liquidez das ações é dado pela possibilidade de compra-las e vende-las com facilidade. Uma ação de alta liquidez pode ser comprada ou vendida, em qualquer quantidade, sem que o preço varie significativamente, ou seja, próximo ao último preço de mercado. Pelo critério Bovespa, são três indicadores de liquidez considerados:

- a) índice de negociabilidade: total em dinheiro negociado da ação em função do total negociado na bolsa;
- b) índice de negócios: total de negócios da ação em função do total de negócios da bolsa;
- c) índice de presença: total de pregões onde se negociou a ação em função do total de pregões.

A Bovespa divulga estes indicadores desde a década de 1970 como critérios de análise de liquidez, dada sua importância como informação de qualidade de ações no mercado,

entretanto, como citam Cavalvante e Misumi (2002, p. 189), “A avaliação de grau de liquidez é subjetiva para a maioria dos investidores”.

A liquidez, para Barros et al (2000, p.33), garante que as ações de empresas abertas “podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que desejam fazer transações em curto períodos. Liquidez para acionistas a baixos custos proporciona maiores preços para as ações da empresa e conseqüentemente menor custo de capital.”

2.5 A Bolsa de Valores de São Paulo

A Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo é o maior centro de negociações com ações da América Latina, conforme Cavalcante e Misumi (2002), foi fundada em 1890 em uma época em que a bolsa de valores era uma instituição pouco conhecida da maioria das pessoas. Durante este período, participou ativamente do processo de evolução econômica e política brasileira e, através do Ibovespa, criado em 1968, constituiu um dos mais tradicionais índices de desempenho de mercado servindo de referência para todo o país.

Os principais títulos negociados na bolsa de valores são as ações, que representam o capital das companhias de capital aberto, mas colocam Cavalcante e Misumi (2002), que a legislação permite a negociação de outros títulos como as debêntures, simples ou conversíveis; commercial paper; opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas; quotas de fundos de aplicação; bônus de subscrição; recibos de carteira de ações; títulos públicos e certificados de depósitos de ações (BDRs).

Atualmente, segundo dados disponíveis no site da Bovespa relativos ao mês de outubro de 2004, existem 356 empresas com ações negociadas. A tabela a seguir mostra o histórico das empresas emittentes de valores mobiliários de 1977 à 1999:

A tabela a seguir revela a oscilação do número de empresas participantes da Bovespa:

Empresas Listadas na BOVESPA			
Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	541
1971	337	1986	592
1972	381	1987	590
1973	395	1988	589
1974	398	1989	592
1975	362	1990	579
1976	387	1991	570
1977	452	1992	565
1978	399	1993	551
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487

Tabela 1: histórico do número de empresas participantes da Bovespa de 1970 à 1999

Fonte: Barros et al (2001). In Bovespa, disponível em <www.bovespa.com.br>.

No Brasil, além da Bovespa, existem outras bolsas e os mercados organizados, ou mercados de balcão, que também negociam valores mobiliários. De acordo com Fortuna (2002, p. 478) “neste mercado, normalmente, são negociadas ações de empresas não registradas na bolsa de valores, além de outras espécies de títulos. O mercado de balcão é dito organizado quando [...] administrado por entidade autorizada pela CVM.”

A Bolsa de Valores é uma associação civil, sem fins lucrativos ou pode se constituir como sociedade anônima. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Possui autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas está sujeita à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e obedece às diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional (CAVALCANTE e MISUMI, 2001, p. 70).

A Bovespa está inserida em um contexto que é analisado por Barros et al (2001), apesar das dificuldades e riscos decorrentes da pressão competitiva externa, existe espaço para o crescimento de uma bolsa de valores no Brasil, desde que uma estratégia de atuação seja planejada. A análise do cenário internacional mostra que, se de um lado a concorrência externa vem aumentando, de outro, surgem novidades e oportunidades resultantes deste ambiente. A análise do cenário interno confirma a avaliação mostrando que existe uma

oportunidade, que, se bem trabalhada, com uma atuação pró-ativa firme, pode levar a bolsa de valores a ter um papel de relevância na retomada do crescimento sustentado brasileiro.

2.5.1 A composição dos investidores

Para que haja negociação na bolsa de valores, é necessária a figura do investidor, que é razão de existir este mercado e todos os atores envolvidos nesta atividade. Coloca Fortuna (2002, p. 440), que “Há três tipos básicos de investidores: as pessoas físicas; as pessoas jurídicas; e, os investidores institucionais”.

O fator motivação é que induz as pessoas a manter parte de seu patrimônio investido em ações, conforme Galbraith (apud CAVALCANTE e MISUMI, 2001), os muito motivados detêm o controle acionário das companhias e os pouco motivados compram ações com o intuito de obter lucro. Para que os objetivos dos pouco motivados sejam alcançados é preciso que seja fácil: comprar ações, vender ações, negociar através de representantes e legitimar as operações. Por este motivo a bolsa de valores funciona e as corretoras e outras instituições autorizadas pela CVM fazem a intermediação das atividades.

A tabela a seguir demonstra a composição dos investidores no mês de setembro de 2004, de acordo com o tipo de mercado disponível na Bovespa:

	VISTA	TERMO	OPÇÕES	OUTROS	TOTAL	%
Pessoas Físicas	10.242.846.794	815.655.228	2.240.634.054	798.973.188	14.098.109.265	28,9
Institucionais	11.755.744.870	785.374.436	511.128.104	993.255.665	14.045.503.077	28,8
Investidores Estrangeiros	11.610.155.608	18.832.025	116.942.109	246.838.696	11.992.768.439	24,6
Empresas Públicas e Privadas	816.616.732	132.642.281	51.588.811	974.660.795	1.975.508.620	4,0
Instituições Financeiras	5.820.441.249	264.869.702	186.379.805	179.636.492	6.451.327.249	13,2
Outros	79.838.661	4.272.404	7.629.772	7.940.076	99.680.914	0,2
Total Geral	40.325.643.917	2.021.646.078	3.114.302.655	3.201.304.916	48.662.897.568	100,0

Tabela 2: composição dos investidores na Bovespa em setembro de 2004.

Fonte: Panorama da economia brasileira e do mercado de capitais. In Bovespa, disponível em <www.bovespa.com.br>.

Observa-se a maior concentração de investidores entre as pessoas físicas, institucionais e investidores estrangeiros, somando 82,3% do total de investidores na Bovespa no mês de setembro.

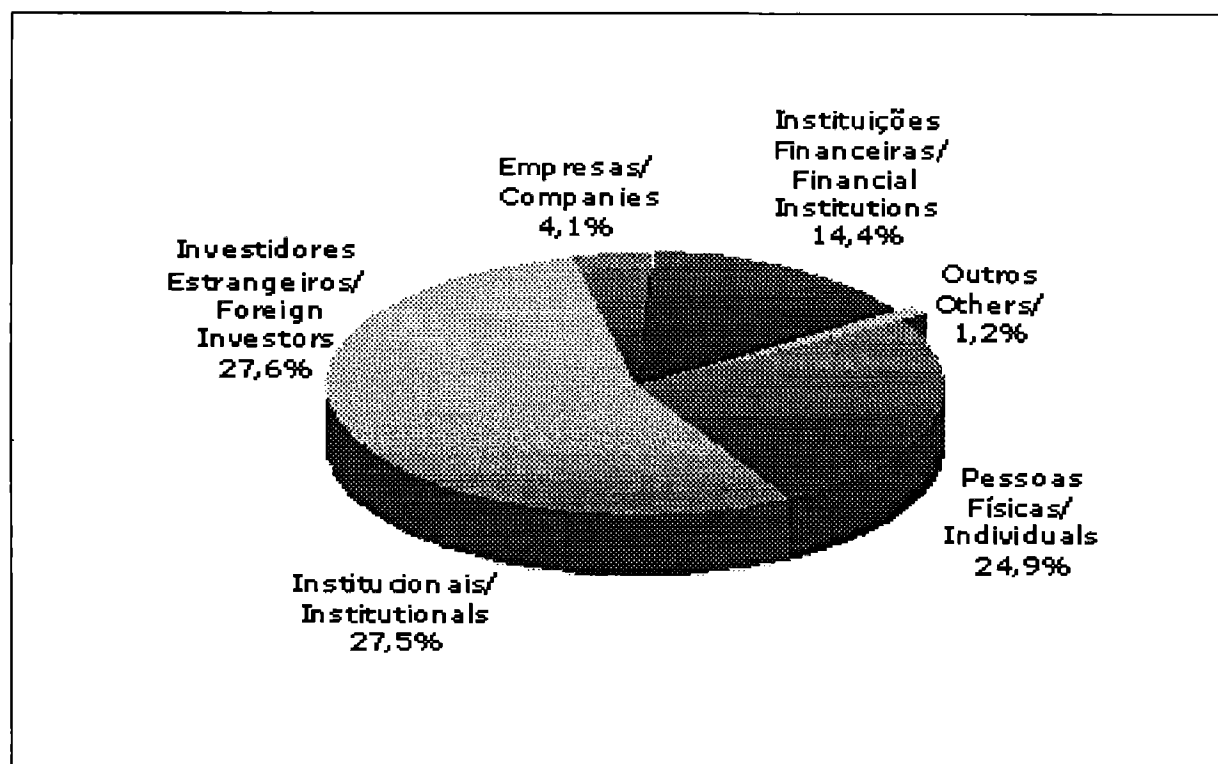


Figura 1: composição dos investidores da Bovespa no mês de outubro de 2004.

Fonte: Disponível em <www.bovespa.com.br>.

A proporção permaneceu muito próxima do mês anterior, perfazendo um total de 80% da composição dos mesmos tipos de investidores. Sendo que o volume de negócios se concentra no mercado a vista, conforme a tabela 2, que corresponde, conforme Fortuna (2002), ao mercado de ações.

2.6 As Sociedades Anônimas de Capital Aberto

As sociedades anônimas são empresas regulamentadas por legislação específica e possuem algumas peculiaridades em relação aos demais tipos de organizações com finalidade lucrativa. Segundo Fortuna (2002, p. 482), “Sociedade Anônima é aquela cujo capital divide-se em ações, e sua regulamentação encontra-se disposta na Lei nº 6.404/76, conhecida como ‘Lei das Sociedades Anônimas’.” A transformação da empresa em sociedade anônima deve ser aprovada pelos sócios conforme o estabelecido no estatuto social em assembléia geral, ou por escritura pública.

As sociedades anônimas, ou companhias, têm como características, conforme Führer (1993), serem grandes empreendimentos, com estruturas pesadas; ter no mínimo dois acionistas; influem na economia política, pois contribuem com a distribuição de renda; a impessoalidade, porque nas S/As visa-se o capital não as aptidões pessoais dos acionistas; têm a divisão do capital em ações rigorosamente iguais em valor; são sempre comerciais; podem ser de capital fechado, que não façam ações publicamente, ou aberto, que tem ações negociadas no mercado; podem ser estrangeiras ou brasileiras; o nome é sempre composto por denominação mais a sigla S/A ou Cia.; e quanto a responsabilidade dos acionistas, está limitada à integralização das ações subscritas, mas os acionistas controladores e os administradores respondem por abusos.

A estrutura das companhias tem, basicamente, dois princípios: a responsabilidade limitada dos sócios e a substituição dos sócios sem alteração do contrato social. Segundo Silva (1996, p. 40), “o mercado de capitais será a grande alternativa para a capitalização das empresas brasileiras, já que ainda há muitas empresas que apresentam grande dependência de capitais de terceiros”. Complementam Cavalcante e Misumi (2002, p. 174), “A sociedade anônima harmoniza a função econômica e a estrutura jurídica a atrair o capital de terceiros, em busca de resultados econômicos”.

Os títulos negociados pelas S/As, conforme Führer (1993), são as partes beneficiárias, as debêntures e os bônus de subscrição, que são todos estranhos ao capital social. Os títulos que representam o capital social são as ações, estas podem ser ações ordinárias, que dão direito a voto nas assembleias gerais ou ações preferenciais, que dão algum tipo de privilégio ou prioridade, de acordo com o determinado no estatuto da empresa, contudo não conferem direito a voto.

2.6.1 Os Acionistas

Uma característica marcante das sociedades anônimas é que o acionista não é, necessariamente, quem administra o negócio. É deveras comum a administração profissional subordinada a apreciação dos acionistas majoritários. Segundo Silva (1996, p. 39), “Surge, portanto, a necessidade de avaliar a eficiência da administração na condução dos negócios da empresa, em face das expectativas de lucro, de segurança e até mesmo de continuidade e de imagem da organização”.

Existem dois tipos básicos de ações, as ordinárias, que dão direito a voto e as preferenciais, que não dão direito a voto, mas tem algum tipo de vantagem e podem apresentar várias classes, conforme o tipo de privilégio que disponibiliza. Para Cavalcante e

Misumi (2002, p. 44), “O número de votos determina as decisões na companhia e a disputa por maior poder leva a uma disputa pelas ações ordinárias.”

Em mercados em desenvolvimento	Controle acionário precisa de grande participação no capital votante
A medida que o mercado evolui	Aumenta quantidade de acionistas Pulveriza-se o capital Diminui a necessidade de participação para manter o controle acionário
Em mercados evoluídos	Participação no capital votante pode ser muito pequena para controle das decisões

Tabela 3: características do controle acionário nos mercados

Fonte: Cavalcante e Misumi (2002, p. 44).

Exemplificando, a compra de mais ações por um investidor ou grupo, pode levar outro investidor ou grupo de idéias contrária a reforçar sua participação acionária, aumentando a procura pelas ações no mercado e movimentando os preços segundo os mecanismos de oferta e procura. Em contrapartida, a pulverização das ações no mercado permitem que um investidor ou grupo que detenha uma pequena quantidade destas ações ordinárias, assuma o controle da companhia. Concluem Cavalcante e Misumi (2002, p. 44), “Costuma-se dizer, nesses casos, que o poder está com aqueles que detêm não o capital, mas a informação”.

SITUAÇÃO	MERCADOS EM DESENVOLVIMENTO	MERCADOS DESENVOLVIDOS
Controle acionário	Grandes capitais (mais de 50%)	Capitais menores (pode chegar a menos de 5%)
Perda de controle	Muito difícil, e não interessa a outras pessoas	Faz parte do jogo e influi na formação do preço das ordinárias
Efeito sobre cotações	Não se paga um preço pelo controle	Com recursos relativamente pequenos, a disputa pelo controle acionário eleva o preço
Atratividade das ordinárias	Pequena: preços ficam deprimidos	Grande: preços atraentes

Tabela 4: o mercado das ações ordinárias.

Fonte: Cavalcante e Misumi (2002, p. 45).

Em Mercados em Desenvolvimento	Onde não há disputa pelo controle acionário as Ordinárias são menos atraentes. Preferenciais significam participação no resultado e geralmente possuem mais liquidez.
Quando o Mercado Evolui	Diminui a atratividade das Preferenciais; em alguns casos, a garantia de dividendos cumulativos pode aumentar a atratividade.
Nas operações de garantia	Em algumas operações com o BNDES e bancos de desenvolvimento, dividendos cumulativos (se não pagos num exercício, são devidos cumulativamente nos seguintes) são necessários para reforçar garantias.
Em Mercados Desenvolvidos	Cai o interesse por Preferenciais.

Tabela 5: o mercado das ações preferenciais.
 Fonte: Cavalcante e Misumi (2002, p. 47).

Os administradores têm como objetivo obter o máximo retorno com um mínimo custo de capital, contrabalançando capital próprio e de terceiros. Os acionistas manterão seu capital investido na empresa conforme avaliarem as perspectivas de rendimentos futuros positiva, comparativamente ao seu custo de oportunidade. Uma medida para isso é o EVA, de acordo com Ehrbar (1999, p. 2), “é o lucro operacional após o pagamento de impostos menos o encargo sobre o capital, apropriado tanto para endividamento quanto para capital acionário”. O esforço da administração da S/A deve fazer com que, como citam Cavalcante e Misumi (2002, p. 149). “Os acionistas sintam-se seguros quanto aos rumos do negócio e exijam menor retorno sobre seu investimento, inclusive se dispendo a reinvestir lucros que possibilitem manter a empresa permanentemente capitalizada”.

O papel da informação é primordial para manter o interesse do acionista na companhia, confirma Silva (1996, p. 40), “A partir da abertura de capitais da empresa, haverá necessidade de maior transparência no gerenciamento dos negócios, bem como o compromisso de prestar informações aos acionistas e à comunidade de analistas”.

A captação de recursos, via abertura de capital das empresas, sofre algumas dificuldades. Como já foi exposto, o princípio da impessoalidade prevê que o acionista não

precisa de aptidões na área da administração, basta que invista em ações, entretanto o sistema de informações que se destina ao mercado, alerta Silva (1996, p. 40), “ainda é muito elitista. No que pese ao esforço da CVM, pela clareza e seriedade das informações, um cidadão, que não seja especialista na área contábil-financeira, dificilmente será capaz de interpretar as informações que são divulgadas”. Daí a importância do relatório de administração, por ser mais acessível e explicativo, a princípio, que os informes de natureza contábil.

2.7 Divulgação de Informações

As informações referentes à gestão, análise dos resultados e previsões das companhias devem ser divulgadas com ética, responsabilidade, confiabilidade, consistência e qualidade. Estas características atribuídas às informações é que irão fornecer à companhia a capacidade de captar recursos junto aos investidores evitando o viés especulativo da mídia geral.

A informação é, pois, de fundamental importância nos processos de avaliação econômica das empresas; aqueles processos de avaliação, alimentados com o maior nível e qualidade de informações relevantes sobre a empresa, suas políticas e decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos, terão melhores condições de antecipar, com maior precisão, o valor econômico intrínseco à empresa e suas ações (FALCINI, 1995, p. 17).

Entre as obrigações a que as companhias de capital aberto estão sujeitas, está a divulgação de informações ao público. Conforme SILVA (1997), as principais demonstrações são:

- a) o relatório da administração, que apresenta e comenta a empresa, seus resultados, as expectativas da direção e outros dados relevantes;
- b) o balanço patrimonial, ‘fotografia’ da empresa em determinado momento com bens, direitos e obrigações; a demonstração do resultado do exercício, que acumula receitas, custos e despesas de um período;
- c) as notas explicativas, para esclarecer as demonstrações financeiras;

- d) a demonstração das mutações do patrimônio, que detalha os fatores que modificaram o patrimônio líquido no período;
- e) as demonstrações das origens e aplicações de recursos, que detalha os principais fatores que modificaram o capital circulante líquido;
- f) o parecer do conselho fiscal, que opina sobre o relatório anual e as demonstrações financeiras; e o parecer dos auditores, que opina sobre a veracidade das demonstrações financeiras.

Os relatórios e demonstrações visam mostrar como está a empresa em determinado momento. Conforme Kassai et. al. (2000), a empresa tem que estar preparada no curto prazo para com a produção, a eficiência e a satisfação e no longo prazo com a adaptabilidade e o desenvolvimento. Os relatórios podem trazer uma idéia clara desses aspectos para os investidores, através deles é possível descobrir se a empresa pratica ações no sentido de agregar valor, remunerar seus acionistas ou debenturistas.

As informações podem ser de duas naturezas básicas, as financeiras e as não financeiras, conforme Assaf Neto (2003), muitos direcionadores de valor exigem o uso de indicadores de natureza não financeira, que devem complementar os informes financeiros de decisão e promover alterações na forma como as organizações controlam e avaliam seus resultados. A habilidade demonstrada pela administração da empresa em se relacionar com o mercado consumidor, funcionários, credores e acionistas, através de suas práticas e transparência, demonstra vantagem competitiva direcionadora de valor.

Atender a desejos e satisfazer os investidores começa pela divulgação de informações relevantes por parte da companhia. O comportamento caracteristicamente humano do público, segundo Shiller (2000, p. 193), “é altamente influenciado pela mídia, que está interessada em atrair espectadores ou leitores, com limitado incentivo para discipliná-los, usando o tipo de análise quantitativa que poderia dar a eles uma impressão correta do nível do mercado de

ações.” Discriminando informações importantes, mas que são de mais difícil mensuração, demandando uma interpretação mais subjetiva.

O relatório de administração deve funcionar como uma prestação de contas dos administradores aos acionistas, ao mesmo tempo em que também forneça uma análise prospectiva. Em alguns casos, tais relatórios apenas submetem as demonstrações financeiras à apreciação dos acionistas, sem apresentar qualquer informação relevante (SILVA, 1997, p. 176).

O relatório administrativo poderia preencher esta lacuna de informações relevantes que poderiam elevar o nível do *disclosure* das companhias, com complementos não financeiros importantes. De acordo com Pace (2003, p. 42) “não é uma sugestão que devam ser eliminados os sistemas financeiros tradicionais; contudo medidas agregadas, como, por exemplo, ROI¹, ROE² e lucro operacional, não são mais capazes de captar a complexidade e os valores contidos no ambiente empresarial.” Complementando esta idéia, colocam Mafra e Ness Jr (2002, p. 2), que “por ser descritivo e menos técnico que o restante das demonstrações financeiras, o relatório da administração permite melhor compreensão da empresa por uma gama bem maior de usuários.”

Em outros casos, entretanto, trazem um valioso conjunto de informações, tais como histórico da empresa, suas principais estratégias de crescimento, seus planos futuros, suas políticas de recursos humanos e seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Informam sobre o estágio em que se encontram determinados projetos importantes, analisam o ambiente em que a empresa opera e destacam as expectativas da administração para os próximos exercícios. Pode ainda fornecer uma análise interna sobre os resultados alcançados e sobre as políticas de investimento, de financiamento e de distribuição de dividendos que foram adotadas no último exercício. É importante que os gerentes de negócios e os analistas leiam o Relatório da Administração para uma melhor compreensão da empresa, porém é necessário que os mesmos tenham espírito crítico para avaliar o conteúdo e a viabilidade das metas colocadas. (SILVA, 1997, p. 176).

Os relatórios de administração deveriam ser utilizados pelas companhias como uma forma de manter um relacionamento transparente com os agentes econômicos e, conseqüentemente, um canal aberto que gera confiabilidade e facilita a captação de recursos próprios através da fidelidade de seus acionistas e da capacidade de atrair novos investidores,

¹ ROI – retorno sobre o investimento.

² ROE – retorno sobre o patrimônio líquido.

seja por meio de emissões de novas ações, seja pela emissão de debêntures ou outros títulos, ou pelos níveis de liquidez dos valores mobiliários que já circulam em mercados secundários.

2.8 Critérios de Evidenciação da Comissão de Valores Mobiliários para o Relatório de Administração

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, é, como cita Assaf Neto (2001, p. 72), “uma autarquia vinculada ao poder executivo (Ministério da Fazenda), que age sob orientação do Conselho Monetário Nacional. É administrada por um presidente e quatro diretores, todos nomeados pelo Presidente da República”. Tem por finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliário. A CVM abrange três segmentos importantes do mercado: as instituições financeiras, as companhias de capital aberto e os investidores, à medida que é seu objetivo proteger os seus direitos.

A CVM – Comissão de Valores Mobiliários, sob a ótica da Bovespa – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, citado por Fortuna (2002), tem como objetivos fundamentais o fortalecimento do mercado de ações e dos demais valores mobiliários, através: do estímulo a aplicação de poupança no mercado acionário; garantia do funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operam neste mercado; proteção aos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares, atos ilegais e manipulação de preços; fiscalização da emissão, do registro, da distribuição e da negociação de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto. É um órgão normativo, fiscalizador e punitivo do sistema financeiro.

O quadro a seguir demonstra os critérios de evidenciação solicitados pela CVM.

- a) Descrição dos negócios, produtos e serviços: histórico das vendas físicas dos últimos dois anos e vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social. Algumas empresas apresentam descrição e análise por segmento ou linha de produto, quando relevantes para a sua compreensão e avaliação.
- b) Comentários sobre a conjuntura econômica geral: concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.
- c) Recursos humanos: número de empregados no término dos dois últimos exercícios e "turnover" nos dois últimos anos, segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais.
- d) Investimentos: descrição dos principais investimentos realizados, objetivo, montantes e origens dos recursos alocados.
- e) Pesquisa e desenvolvimento: descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos.
- f) Novos produtos e serviços: descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas.
- g) Proteção ao meio-ambiente: descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montante aplicado.
- h) Reformulações administrativas: descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.
- i) Investimentos em controladas e coligadas: indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões.
- j) Direitos dos acionistas e dados de mercado: políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos; valor patrimonial das por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores.
- k) Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros: poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada.
- l) Em se tratando de companhia de participações, o relatório deve contemplar as informações acima mencionadas, mesmo que de forma mais sintética, relativas às empresas investidas.

Quadro 2: Relação de itens recomendados pela CVM para a elaboração de relatórios de administração.

Fonte: Parecer de orientação CVM nº 15, in <www.cvm.gov.br>, acesso em maio de 2004.

2.8.1 Ambiente Empresarial

A divulgação de informações serve, entre outros aspectos, para dar a noção às partes interessadas no negócio, stakeholders como acionistas, investidores, fornecedores e clientes, sobre o direcionamento da empresa em relação ao meio em que atua. Toda empresa é uma parte integral de seu ambiente, Chiavenato (1994, p. 137), analisa que “Enquanto os níveis mais baixos da empresa (nível operacional) estão relacionados com os aspectos internos da organização, a tarefa dos níveis mais elevados (nível institucional) é estudar e mapear as oportunidades e ameaças que o ambiente impõe”.

Vários stakeholders terão objetivos gerais diferentes para a empresa. Cada stakeholder – proprietários (acionistas), membros do conselho de administração, administradores, funcionários, fornecedores, credores, distribuidores e clientes – enxerga a empresa de uma perspectiva diferente (WRIGHT, KROLL E PARNELL, 2000, P. 99).

As perspectivas de cada interessado estão vinculadas ao nível de informação de que dispõe para analisar suas próprias opções. A estrutura básica de funcionamento de uma organização, como citam Lobato et al (2004, p. 61), “está baseada nos recursos existentes e nas capacidades desenvolvidas internamente para gerenciar esses recursos. A gestão dessas capacidades deve ter por objetivo central alcançar uma posição competitiva no mercado”. Através da divulgação das ações no âmbito de revelar a direção da empresa no ambiente de mercado é que fará com que o investidor tome a decisão de manter ou não seu investimento.

Em um trabalho teórico amplamente citado, Eugene F. Fama argumenta que o interesse próprio dos altos executivos exige que eles se comportem de maneira que beneficiem os acionistas. Seu argumento baseia-se na premissa de que o mercado para o talento administrativo oferece uma força disciplinadora eficaz [...] O desempenho da administração também pode ser indiretamente avaliado pela bolsa de valores, que implicitamente julga o desempenho da alta administração valorizando ou desvalorizando as ações (WRIGHT, KROLL E PARNELL, 2000, P. 99).

Algumas informações relevantes sobre aspectos macro e micro ambiental podem dar a noção suficiente do desempenho da organização no mercado, conforme os critérios de evidenciação para os relatórios de administração das sociedades de capital aberto. A estratégia competitiva é formada com o acompanhamento destas e de outras variáveis. Explica Oliveira

(1988, p. 155), “A monitoração ambiental é um processo simples, pois consiste em identificar, acompanhar e analisar antecipadamente pontos de alarme no ambiente, os quais antecedem tendências e fatos que no futuro podem afetar o desenvolvimento da empresa”.

O ambiente geral ou macroambiente é constituído de todo o complexo de condições e fatores externos que envolvem e influenciam difusamente todas as empresas em conjunto (englobando variáveis tecnológicas, políticas, econômicas, legais, sociais, demográficas e ecológicas), enquanto o ambiente tarefa constitui o meio específico de cada empresa [...] É neste ambiente de tarefa que a empresa localiza seu ‘nicho ecológico’ e estabelece o seu domínio (CHIAVENATO, p. 147).

A incerteza não é um fator passível de cálculo, mas a organização bem preparada e flexível pode deixar surgir uma estratégia emergente para contornar e, até mesmo, aproveitar a oportunidade que a incerteza pode trazer. Elaborar cenários que levem em consideração aspectos internos e externos à organização e que deixem seus investidores cientes da capacidade da empresa em adaptar-se, ou adiantar-se as futuras incertezas, diminuem a ansiedade e o risco intrínseco ao negócio. Segundo Lobato et al (2004, p. 52), “O objetivo não é prever exatamente o que vai acontecer, até porque isso não seria possível, e sim identificar as diferentes situações que podem ocorrer, de tal forma que a organização possa estar preparada para elas”.

A intenção não é eliminar a incerteza, mas saber lidar com ela e transmitir segurança àqueles que têm interesse direto no desempenho da organização. De acordo com Oliveira (1988, p. 141), “Cenários estratégicos representam critérios e medidas para a preparação do futuro das empresas”.

Considerando-se que os cenários são descrições sistêmicas feitas para futuros qualitativamente distintos, o ponto de partida é determinar os rumos que o ambiente de negócios pode tomar. Isso é feito com base na evolução das tendências do ambiente externo, consubstanciada em variáveis quantitativas e qualitativas. Os cenários, portanto, são desenhados a partir do estudo das tendências verificadas nos ambientes geral e setorial (LOBATO et al, 2004, p. 51).

O que se quer evidenciar é que o conhecimento das capacidades internas e das oportunidades e ameaças não é suficiente para o bom desenvolvimento de um negócio. Faz-se necessário, além da noção do presente, ter as ações voltadas para o futuro. Enquanto o

presente fornece os subsídios para o estabelecimento de uma estratégia deliberada, o futuro determina a estratégia realizada, a partir do surgimento de uma estratégia emergente.

As organizações desenvolvem planos para seu futuro e também extraem padrões de seu passado. Podemos chamar uma de estratégia pretendida e a outra de estratégia realizada [...] Mas há um terceiro caso, que chamamos de estratégia emergente – na qual um padrão realizado não era expressamente pretendido (MINTZBERG, AHLSTRAND e LAMPEL, 2000, p. 18).

Saber a estratégia da empresa analisada não é propriamente a questão, mas saber o direcionamento e a capacidade de assimilar os acontecimentos futuros e deles tirar algum tipo de proveito é o interesse de quem investe seu dinheiro em um empreendimento.

3 METODOLOGIA

A pesquisa acadêmica tem como premissa o desenvolvimento de conhecimento, seja sob a forma de novas teorias, seja como um processo empírico estruturado e metodológico. Corroborando Köche (1997, p. 121), “A ciência se apresenta como um processo de investigação que procura atingir conhecimentos sistematizados e seguros. Para que se alcance esse objetivo é necessário que se planeje o processo de investigação. Planejar significa, aqui, traçar o curso de ação que deve ser seguido”. Definido o problema a ser investigado, a metodologia é estabelecida em auxílio da explicação do que se pretende descobrir.

A taxionomia da pesquisa proposta é descritiva quanto a sua finalidade, que segundo Vergara (1997, p. 45), “expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve”, mas pode servir de base para tal. A pesquisa descritiva, ou *ex post facto*, expõe Köche (1997, p. 124), “avalia essas relações à medida que essas variáveis se manifestam espontaneamente em fatos, situações e nas condições que já existem. Na pesquisa descritiva não há a manipulação *a priori* das variáveis”.

A pesquisa pode ser classificada quanto a sua finalidade, ou seja, é uma pesquisa descritiva e quanto aos meios de investigação, assim, trata-se de uma pesquisa de campo, que para Vergara (1997, p. 45), “é investigação empírica realizada no local onde ocorre o fenômeno ou que dispõe de elementos para explicá-lo”. Classifica-se desta forma porque todos os elementos que podem expor o fenômeno estão reunidos e ao alcance da investigação. Para Lakatos (1990, p. 181), “é aquela utilizada com o objetivo de conseguir informações e/ou conhecimentos acerca de um problema, para o qual se procura uma resposta, ou de uma hipótese que se queira comprovar, ou, ainda, descobrir novos fenômenos ou as relações entre

eles”. Conforme Lakatos e Marconi (1990), os estudos podem ser exploratórios-descritivos, que mesclam em sua essência análises empíricas e teóricas, tal como ocorre nesta pesquisa.

Continuando com a classificação segundo os meios de investigação, conforme Vergara (1997) é uma pesquisa documental, a partir da análise dos relatórios de administração das empresas que compõe a população e que são divulgados na rede mundial de computadores. A característica da pesquisa documental, de acordo com Lakatos e Marconi (1990, p. 171), “é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Estas podem ser feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois”.

Em sua fase exploratória, a pesquisa é bibliográfica, como citam Lakatos e Marconi (1990, p. 179), “Dessa forma, a pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre certo assunto, mas propicia o exame de um tema sob um novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras”. Complementa Köche (1997, p. 132), que “O objetivo dessa documentação bibliográfica é o de acumular e organizar as idéias relevantes já produzidas na ciência, registrando-as de forma sistemática para que seja mais fácil o seu uso posterior”.

3.1 População

A população, de acordo com Martins e Donaire (1985, p. 14), “pode ser, segundo seu tamanho, finita ou infinita. É finita a população que possui um número determinado de elementos”. Complementa Barbetta (1998, p. 09), “Chamamos de população ao conjunto de elementos que formam o universo de nosso estudo e que são passíveis de serem observados”. Neste estudo, a população é finita e constituída das companhias de capital aberto, com títulos

negociados na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, que possuam as seguintes características:

- a) Tenham o índice de negociabilidade das ações ordinárias diferente de zero, no período de 01 de abril de 2004 à 30 de setembro de 2004;
- b) Sejam do setor privado;
- c) Sejam nacionais;
- d) Estejam operacionais;
- e) Não sejam holdings;

A Bolsa de Valores de São Paulo contém 364 companhias de capital aberto que tenham títulos negociados atualmente. As empresas que atendem estes critérios perfazem um total de 84, entretanto, 03 delas divulgaram os mesmos relatórios de 2002, 04 eram holdings de fato, embora não fossem classificadas pela Bovespa como tal e 01 não estava operacional. Restaram 75 companhias, que em virtude de comporem uma população pequena, não justificaria o cálculo de uma amostra, sendo analisadas todas as empresas da população.

3.2 Coleta e Tratamento dos Dados

Quanto à coleta e tratamento de dados, a pesquisa é qualitativa no que se refere à análise dos relatórios administrativos, segundo os critérios do parecer de orientação da CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987, divididos em oito classes: descrição do negócio, conjuntura econômica, recursos humanos, investimentos, pesquisa e desenvolvimento, meio ambiente, direitos dos acionistas e prospecção de cenários. De acordo com Chizzotti (2001) os dados qualitativos deverão ser validados segundo os critérios de fiabilidade, credibilidade, constância interna e transferibilidade.

ANÁLISE DO AMBIENTE EXTERNO	Em %
Negócio	
a) descrição do negócio e/ou segmento	4,17
b) produtos e serviços	4,17
c) comparativo das vendas dos dois últimos anos	4,17
<i>Subtotal</i>	<i>12,51</i>
Conjuntura Econômica	
d) concorrência nos mercados	4,17
e) atos governamentais	4,17
f) outros fatores externos relevantes no desempenho da Cia	4,17
<i>Subtotal</i>	<i>12,51</i>
Direitos dos Acionistas	
g) políticas de dividendos, desdobramentos, agrupamentos	6,25
h) valor patrimonial por ação, negociação e cotação em bolsa	6,25
<i>Subtotal</i>	<i>12,5</i>
Análise de Cenários	
i) prospecção de cenários qualitativos	12,5
<i>Subtotal</i>	<i>12,5</i>
ANÁLISE DO AMBIENTE INTERNO	
Recursos Humanos	
j) nº de empregados	2,08
l) turnover dos dois últimos anos	2,08
m) segmentação (localização, escolaridade ou por produto)	2,08
n) treinamento e capacitação	2,08
o) fundos de seguridade	2,08
p) planos sociais	2,08
<i>Subtotal</i>	<i>12,48</i>
Investimentos	
q) projetos	6,25
r) recursos	6,25
<i>Subtotal</i>	<i>12,5</i>
Pesquisa e Desenvolvimento	
s) descrição dos projetos	3,125
t) recursos	3,125
u) andamento dos projetos	3,125
v) perspectivas quanto aos novos produtos	3,125
<i>Subtotal</i>	<i>12,5</i>
Proteção ao Meio Ambiente	
x) programas e procedimentos	6,25
z) recursos	6,25
<i>Subtotal</i>	<i>12,5</i>
TOTAL GERAL	100

Quadro 3: critérios de análise dos relatórios de administração das companhias.

Fonte: elaborado pela autora com base nos critérios de evidenciação da CVM.

Os critérios qualitativos serão analisados em relação ao atendimento ou não de cada item selecionado para análise nos relatórios da administração divulgados, sendo transformados em valores proporcionais a totalidade de itens, para que possa ser feita a comparação através do cálculo, para tanto será utilizada a porcentagem, que segundo Martins e Donaire (1985, p. 45), “quando quisermos analisar a estrutura de um fato, deveremos ratear as porcentagens entre os aspectos que compõem esse fato”.

A pesquisa também é quantitativa no que se refere a tratar dados resultantes do cálculo dos índices de negociabilidade das companhias selecionadas na amostra. Segundo a fórmula extraída de Fortuna (2002, p. 472):

Fórmula do Índice de Negociabilidade:

$$IN = \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$$

Onde:

n = nº de negócios com a ação realizados, no mercado a vista (lote padrão), nos últimos 12 meses;

N = nº de negócios total do mercado à vista (lote padrão) nos últimos 12 meses;

v = valor em moeda corrente movimentado com a ação no mercado a vista (lote padrão) nos últimos 12 meses;

V = valor em moeda corrente total no mercado à vista (lote Padrão) nos últimos 12 meses.

A pesquisa se propõe estudar a existência ou não de correlação entre as variáveis observadas e em que grau se apresenta. De acordo com Martins e Donaire (1985, p. 167), o “interesse é medir o grau existente entre duas variáveis aleatórias”. A análise de correlação, segundo Smailes e McGrane (2002, p. 116), “é uma técnica matemática utilizada para medir a força de associação entre duas variáveis. Essa medição leva em consideração o ‘grau de dispersão’ entre os valores dos dados”. Quanto menor a dispersão, maior a correlação,

variando o índice de -1 para ausência de correlação, até $+1$, que é a correlação positiva perfeita. Complementa Barbetta (1998, p. 251), “Quando não houver correlação nos dados, r acusará um valor próximo de 0 (zero).”

O coeficiente de correlação produto-momento de Pearson (BARBETTA, 1998; MARTINS E DONAIRE, 1985; SMAILES E MCGRANE, 2002) foi escolhido para determinar o grau de correlação entre os índices de negociabilidade das empresas e a proporção de itens atendidos em seus relatórios administrativos divulgados.

Fórmula do Coeficiente de Correlação Produto-momento de Pearson:

$$r = \frac{n\sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{[n\sum x^2 - (\sum x)^2][n\sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

$\sum x$ soma de todos os valores de x ;

$\sum y$ soma de todos os valores de y ;

$\sum x^2$ os valores de x ao quadrado depois de somados;

$\sum y^2$ os valores de y ao quadrado depois de somados;

$\sum xy$ soma de todos os valores de x multiplicados pelos valores de y ;

n número de pares;

r índice de correlação.

4 ANÁLISE COMPARATIVA

A análise proposta não tem a intenção de esgotar as possibilidades do assunto. Em primeiro lugar os critérios, embora qualitativos e submetidos ao julgamento subjetivo do investigador, são analisados em relação à ausência ou presença de cada requisito dentro dos relatórios de administração. A veracidade, ou abrangência e profundidade dada a cada critério nos documentos, que caracterizariam a qualidade das informações divulgadas, não preenchem o escopo inicial da pesquisa, entretanto algumas observações podem ser colocadas em caráter de complemento da análise. Como o parecer de orientação da CVM utilizado como base de pesquisa coloca, os critérios solicitados não devem esgotar a criatividade e a gama de assuntos que podem ser abordados.

Serve como alerta que a negligência em relação à divulgação de, pelo menos, os aspectos que constam no quadro 2, da página 47, é crime por ferir os direitos dos acionistas, sendo fiscalizado e punido pelo órgão normativo, fiscalizador e punitivo competente; neste caso a CVM.

A análise segue com os oito critérios dispostos em gráficos, tabulados e comparados em seus requisitos básicos de atendimento.

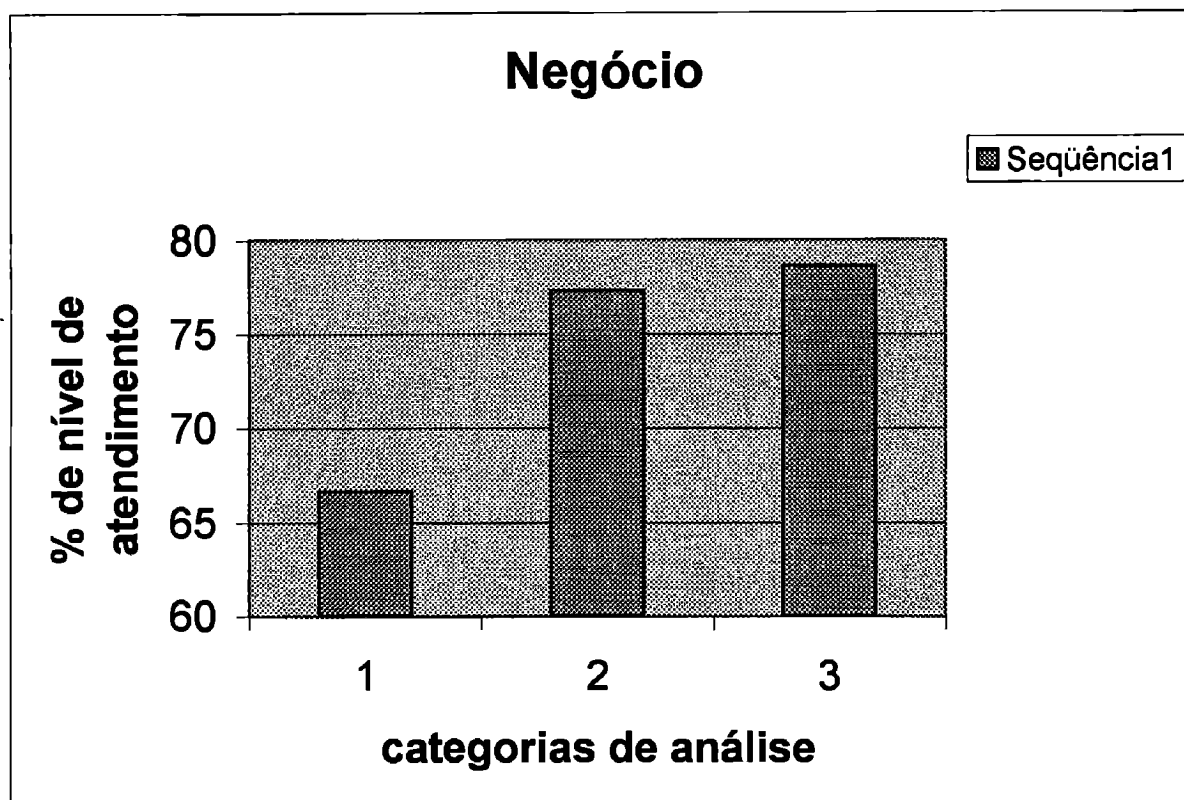


Figura 2: negócio.

Fonte: da autora.

Das categorias de análise dispostas no gráfico, a primeira barra representa a descrição do negócio ou segmento; a segunda barra, produtos e serviços; e a terceira, o comparativo das vendas dos dois últimos anos.

O aspecto mais interessante a notar é a porcentagem de atendimento ao requisito de descrição do negócio ou segmento, com apenas 67% de empresas que descreveram o próprio negócio. Vale lembrar que estes relatórios são divulgados ao grande público, que compreende os atuais acionistas, bem como futuros investidores.

Os requisitos de produtos e serviços, e o comparativo de vendas estão intimamente relacionados, uma vez que a CVM sugere que o comparativo de vendas possa ser feito por linha de produtos, apresentando pequena variação de 77% para a categoria de análise dois e 79% para a categoria três.

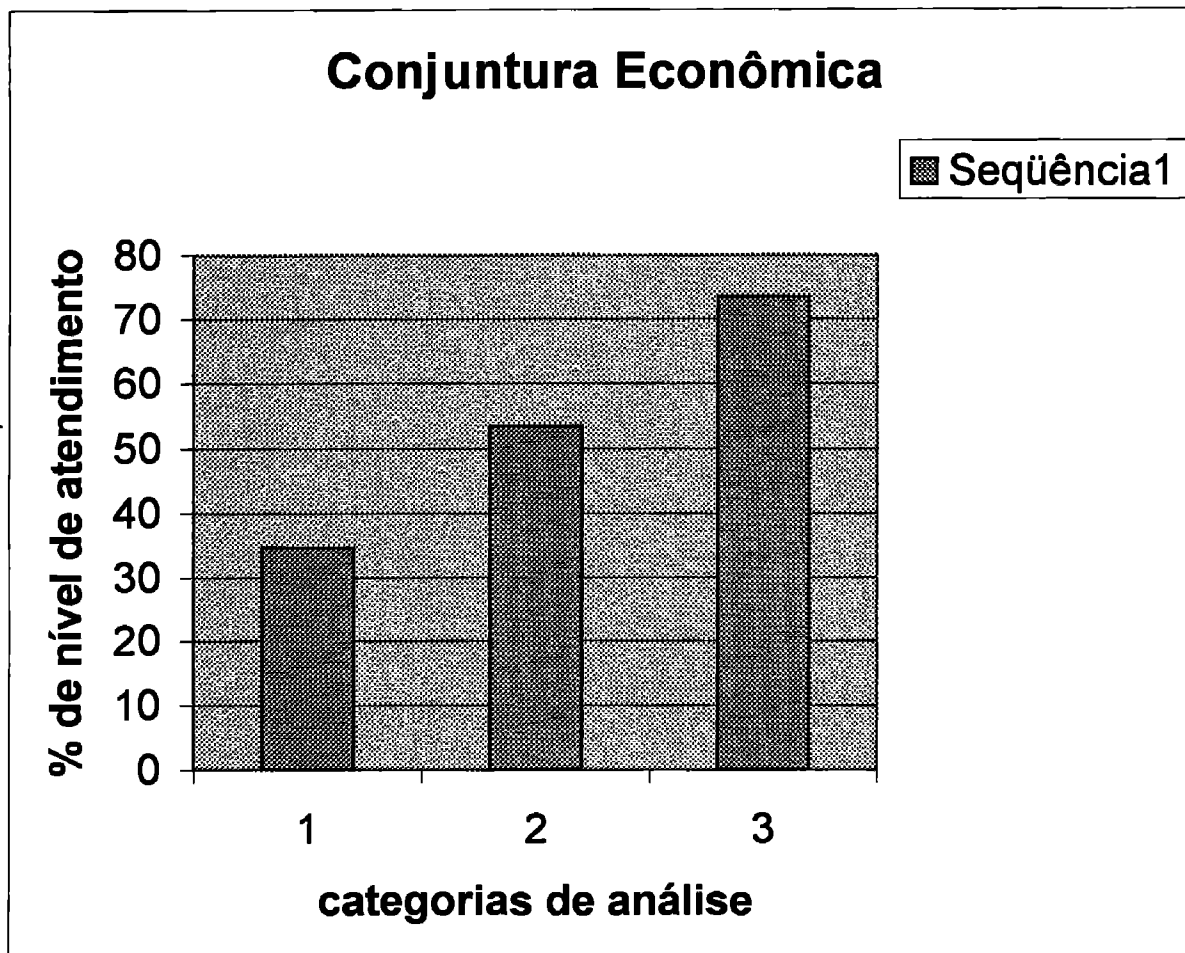


Figura 3: conjuntura econômica.
Fonte: da autora.

O critério conjuntura econômica é formado pelas categorias de análise: concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores externos relevantes ao desempenho da companhia, respectivamente.

O fator relevante a ser mencionado é que apenas 35% das companhias divulgaram dados a respeito da situação de concorrência. Fato curioso é que apenas cinco empresas sabiam o market share, ou fatia de mercado ocupada, ao menos, no mercado principal de atuação. Já 53% das empresas divulgaram atos governamentais e 73% abordaram outros aspectos relevantes, entretanto, não necessariamente as informações tinham relação explícita com o desempenho da companhia, exceto em casos de prejuízo no exercício anterior, quase sempre justificado por estes fatores.

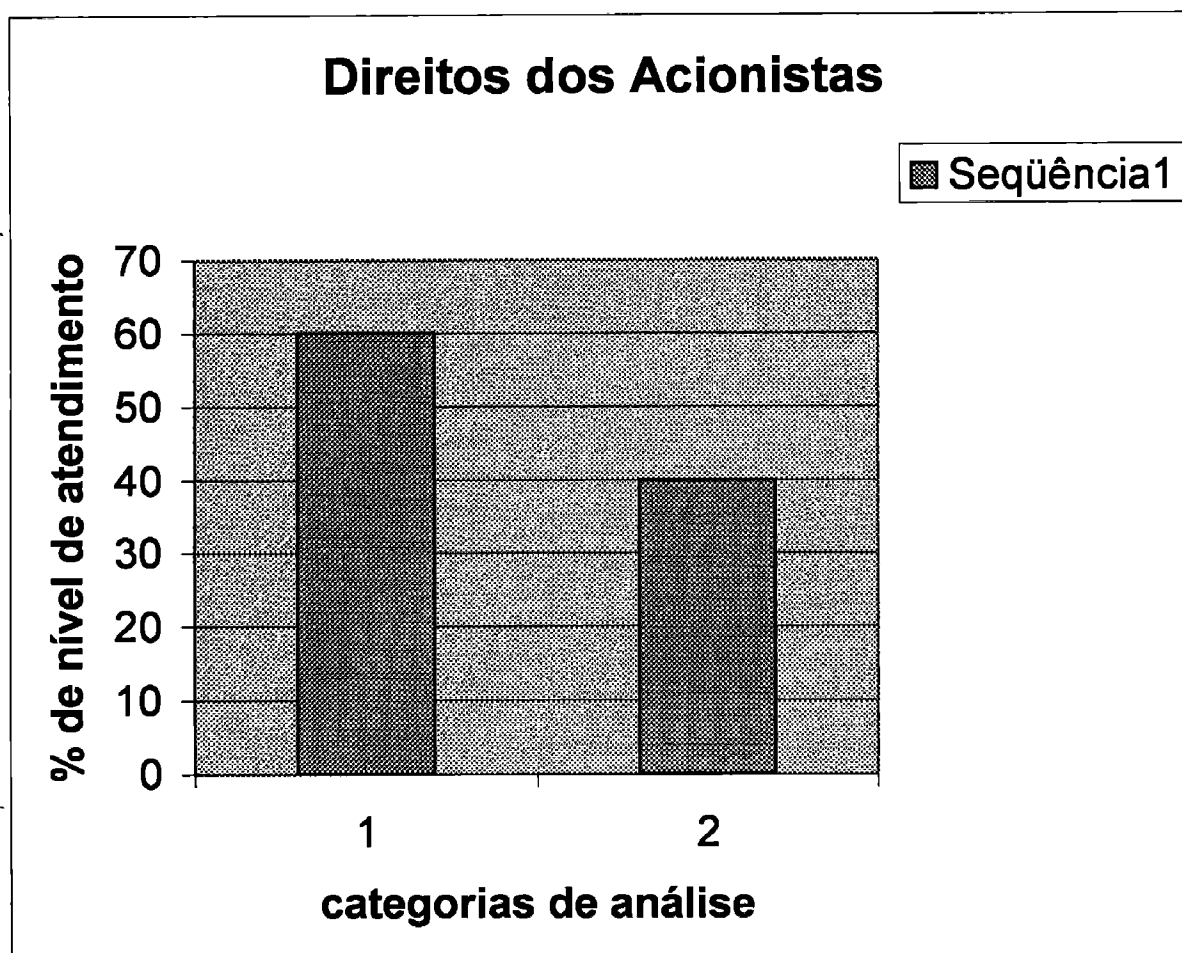


Figura 4: direitos dos acionistas.

Fonte: da autora.

Em direitos dos acionistas, a primeira categoria é composta por políticas de dividendos, desdobramentos e agrupamentos e a segunda categoria é composta por valor patrimonial por ação, negociação e cotação em bolsa.

Em políticas de dividendos, desdobramentos ou grupamentos, 60% dos relatórios trouxeram satisfações e esclarecimentos aos acionistas, principalmente no que tange a distribuição de dividendos e destinação dos lucros retidos. Quanto ao que diz respeito a valor patrimonial por ação, negociação e cotação em bolsa, apenas 40% das organizações fizeram algum tipo de divulgação nestes moldes exigidos. Cabe ressaltar que muitas empresas, embora não divulgassem a informação desta forma, demonstravam análises como EVA, MVA e critérios múltiplos de avaliação de empresas, como o EBTIDA.

Análise de Cenários

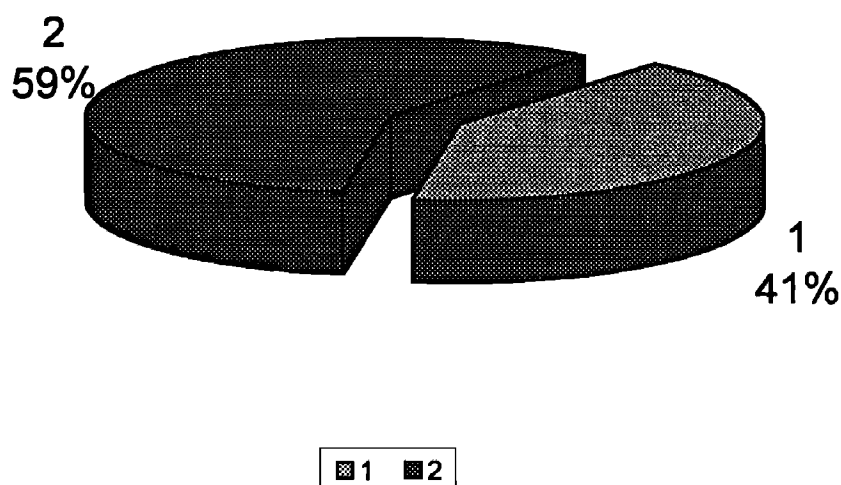


Figura 5: análise de cenários.

Fonte: da autora.

O critério análise de cenários é o único que não tem requisitos parciais, sendo a seqüência 1, com 41% dos relatórios, representando o preenchimento do critério e a seqüência 2, com 59%, o não preenchimento do critério.

O fato relevante é que apesar da prospecção de cenários ser uma ferramenta considerada relativamente nova, estes critérios foram publicados pela CVM em 1987, ainda assim, apenas duas empresas, a Embraer e a Companhia Siderúrgica Tubarão, realmente desenharam, mesmo que uma prospecção de tendência, cenários que abordavam atores e variáveis. A AES Sul, a AGF e a Cacique, apenas citaram utilizar a ferramenta para a formulação de suas estratégias, enquanto que as demais colocaram o critério sob a forma de perspectiva, ou tendência de comportamento do mercado.

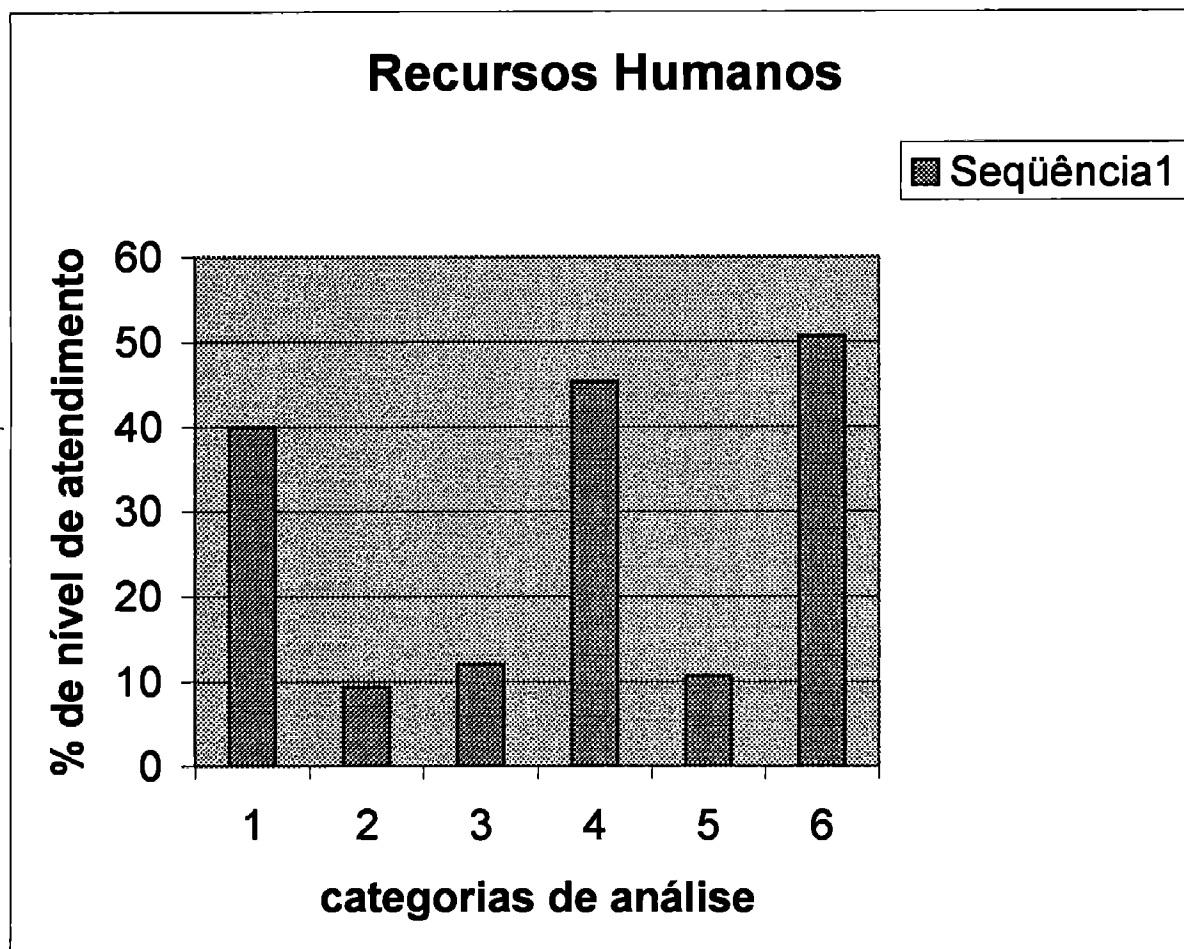


Figura 6: recursos humanos.

Fonte: da autora.

As categorias de análise são, respectivamente: número de empregados com 40%; turnover com 9%; segmentação da mão-de-obra com 12%; treinamento com 45%; fundos de seguridade com 11% e planos sociais com 51%.

O que o gráfico não mostra é que 23 companhias sequer citaram qualquer dos requisitos, que perfaz 32% do total. O turnover é uma informação que denota a capacidade de manter o quadro com os mesmos funcionários, certamente foi o requisito menos atendido de todos os critérios analisados. Apesar de fundos de seguridade ter baixa ocorrência, nem todas as empresas possuem este tipo de benefício. Apenas a Gera Paranapanema preencheu todos os requisitos deste critério, o que denota uma baixa atenção em se divulgar práticas de administração de recursos humanos.

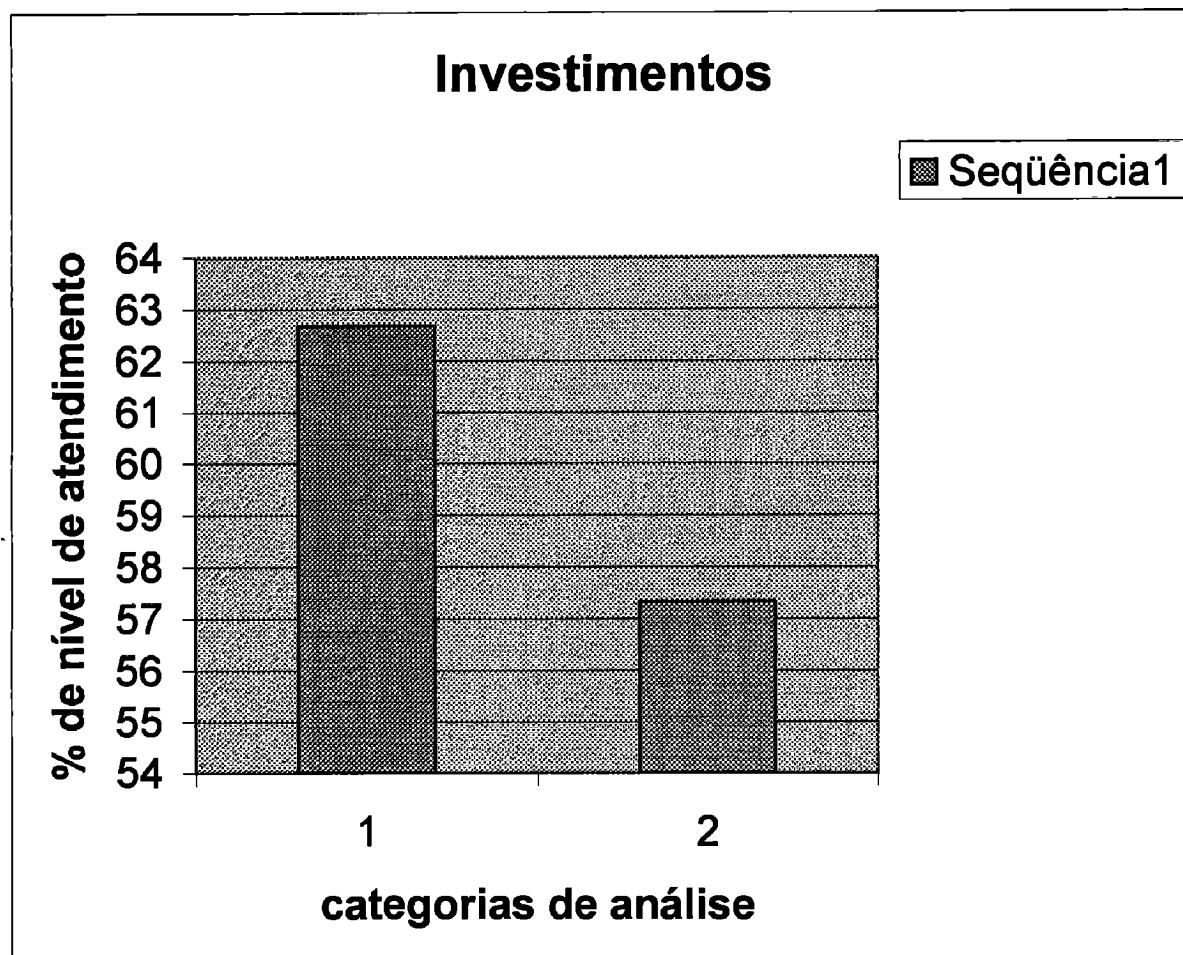


Figura 7: investimentos.
Fonte: da autora.

Das categorias de análise, a primeira são os principais investimentos e o segundo é montante e recursos alocados.

Este critério foi o de mais difícil análise, pois muitas vezes os investimentos e os recursos alocados se confundem com pesquisa e desenvolvimento, tal como se apresentam. A linha que separa é muito tênue, entretanto houve empresas que distinguiram com bastante clareza e citaram em seus relatórios tanto o que foi investido em pesquisa e desenvolvimento, quanto o que era investimento em geral, como aquisições, por exemplo.

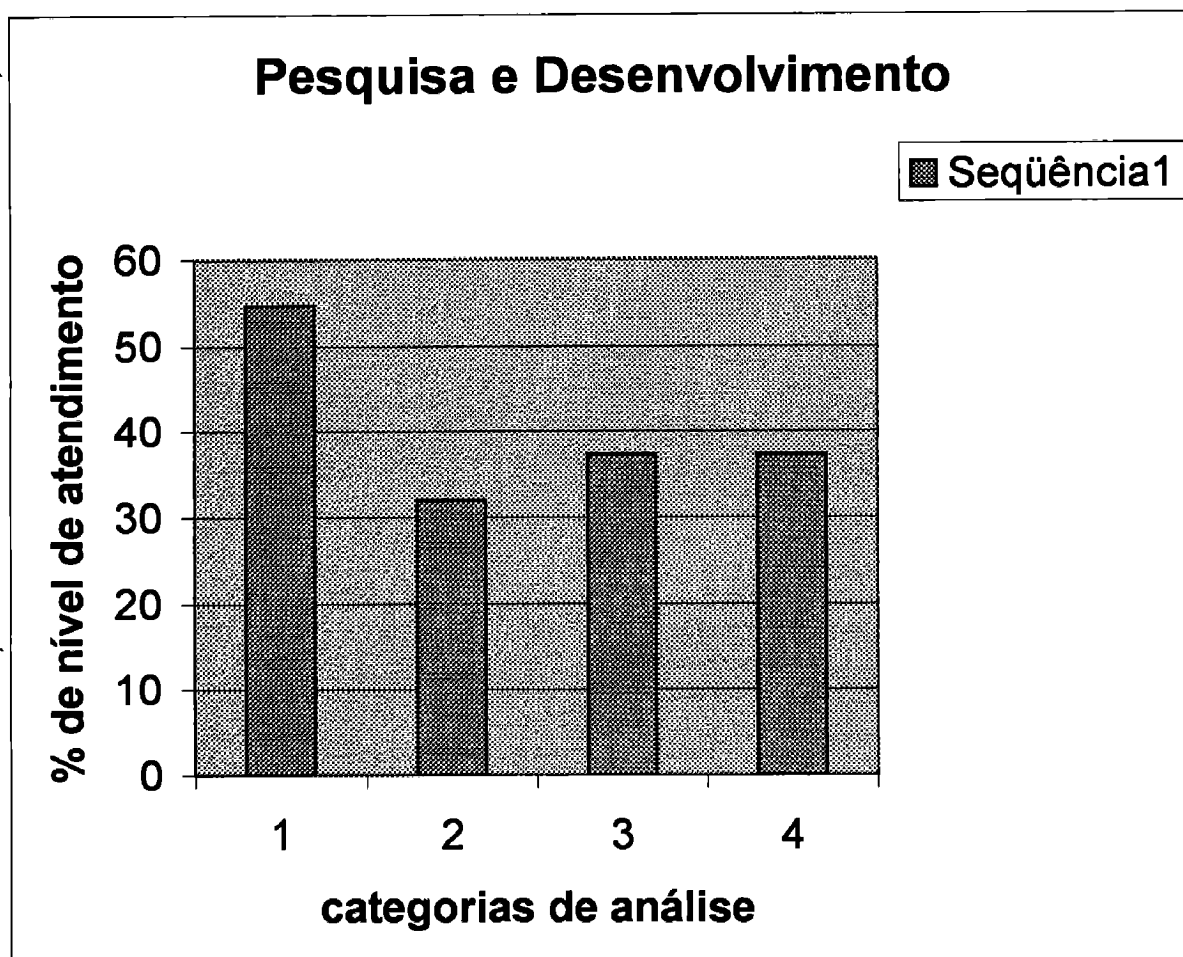


Figura 8: pesquisa e desenvolvimento.
Fonte: da autora.

Este critério se divide em quatro categorias de análise, respectivamente: descrição dos projetos, recursos alocados, andamento dos projetos e perspectivas quanto aos novos produtos.

Mais da metade das companhias, 55%, descrevem projetos de pesquisa e desenvolvimento, mas apenas 32% divulgaram a alocação de recursos. A partir do momento em que o financiamento de um determinado projeto é feito, seja com recursos de terceiros, que significa despesa financeira, seja com capital próprio, proveniente de lucros retidos, que não foram pagos sob a forma de dividendos, estas informações seriam de extremo interesse por parte de quem investe, ou pretende investir, em ações. Bem como apenas 37% dos relatórios informam tanto a respeito do andamento dos projetos, quanto sobre novos produtos.

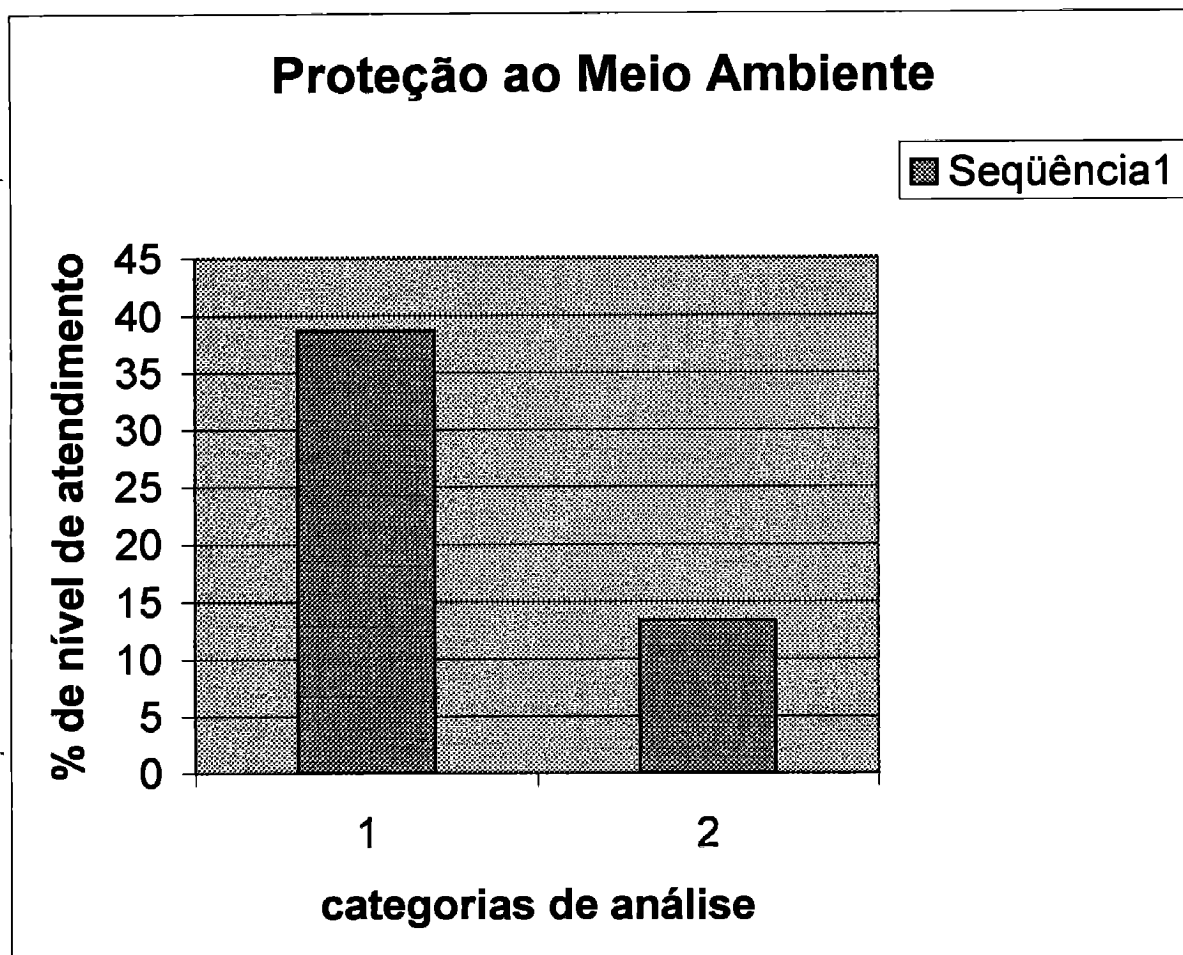


Figura 9: proteção ao meio ambiente.
Fonte: da autora.

A primeira categoria de análise corresponde à programas e processos, sendo que 39% dos relatórios mencionaram algo neste sentido. A maioria das informações está relacionada a certificação da norma ISO 14.001, mas não necessariamente a programas, projetos e ações. Há uma preocupação em divulgar que as normas legais estão sendo atendidas, contudo a responsabilidade ambiental não existe de fato. Menos da metade das empresas tiveram a preocupação em sequer citar ações neste sentido.

A segunda categoria de análise diz respeito à montantes e recursos alocados, com 13% de atendimento ao requisito. É evidente o descaso com a questão ambiental e com o que é direito do acionista saber, à exceção de 10 empresas que evidenciaram este requisito em seus relatórios.

Ranking das companhias quanto ao atendimento dos critérios mínimos da CVM:

COMPANHIA	NIVEL	COMPANHIA	NIVEL
Sid Nacional ON	91,68	Sul America Naciona ON	45,85
Embraer ON	91,67	Petroquimica Uniao ON	45,84
Tractebel ON	87,5	Rossi Resid ON	45,84
Sid Tubarao ON	85,43	CEG ON	44,795
Ipiranga Pet ON	82,305	F Cataguazes ON	43,76
Usiminas ON	82,305	Copesul ON	43,75
Telesp Operac ON	81,26	Magnesita ON	42,705
Cosipa ON	77,09	Acesita ON	41,68
Enersul ON	76,045	AGF Brasil ON	41,68
Coteminas ON	71,895	Drogasil ON	41,68
Telemar Norte Leste ON	68,77	Petroflex ON	41,68
Aes Sul Dist Energ ON	68,76	Brasil ON	40,645
AES Tiete ON	68,76	Acos Villares ON	39,59
Elektro ON	68,76	Chiarelli ON	39,59
Cemat ON	67,725	Seg Alianca Bahia ON	39,59
Guararapes ON	67,725	Alfa Financeira ON	37,51
CPFL Geracao ON	67,705	Alfa Investimentos ON	37,51
Tim Sul ON	65,635	Eternit ON	36,465
Coelce ON	61,465	Metal Iguacu ON	32,295
Eletropaulo Metro po ON	60,43	Dimed ON	32,285
Escelsa ON	60,42	Joao Fortes ON	30,205
Telemig Celular ON	59,395	Ecisa ON	29,18
Celulose Irani ON	59,375	Sao Carlos ON	29,18
Inds Romi ON	58,35	Avipal ON	29,17
Albarus ON	58,34	Eldorado ON	25,01
Portobello ON	57,295	Technos Rel ON	18,76
Banespa ON	56,26	Baumer ON	13,545
Kepler Weber ON	56,25	Springer ON	12,51
Paul F Luz ON	54,17	Investimentos Bemge ON	10,42
Loj Americanas ON	53,135	Semp Toshiba ON	8,33
Cacique ON	52,09	Bic Monark ON	6,25
Biommm ON	51,055	Cimob Partic ON	6,25
Itautec ON	51,045	Const Adolpho Linde ON	3,125
Duratex ON	50,01	GPC Participacoes ON	0
Elekeiroz ON	50	Ideiasnet ON	0
Gera Paranapanema ON	50	Panatlantica ON	0
CPFL Piratininga ON	48,955	Sole Comex ON	0
Coelba ON	47,93		

Tabela 6: ranking das companhias quanto ao atendimento dos critérios mínimos da CVM

Fonte: da autora.

De todos os relatórios das companhias analisados, nenhum atendeu a todos os critérios mínimos de evidenciação proposto pela CVM, quatro empresas não preencheram sequer um requisito, entretanto vários relatórios trouxeram outros tipos de informação que não eram

relevantes ao estudo proposto, como balanços sociais, prêmios de qualidade, avaliações, entre outros.

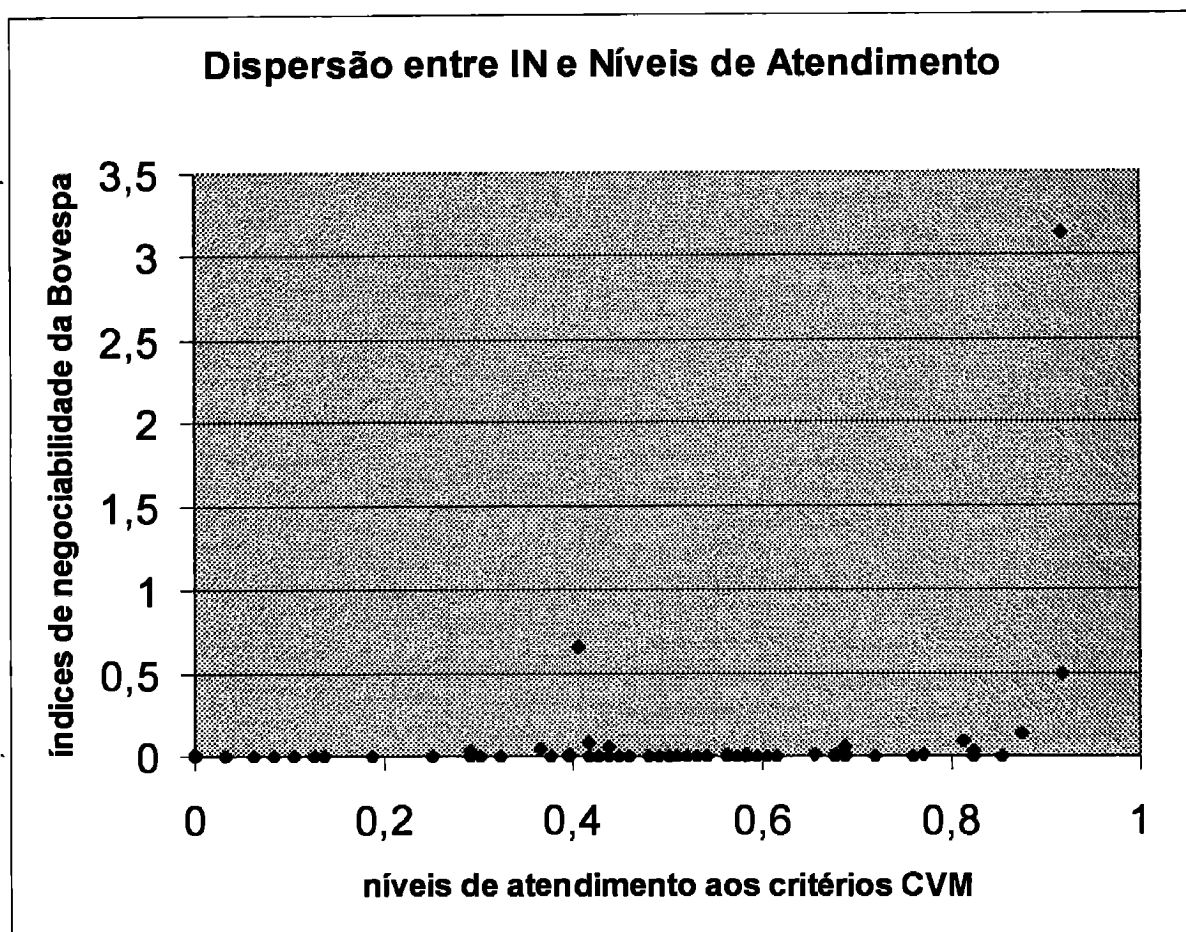


Figura 10: gráfico de dispersão entre os índices de negociabilidade e os níveis de atendimento.
Fonte: da autora.

O resultado do cálculo do índice de correlação de Pearson foi de aproximadamente 0,3, que denota uma baixa correlação positiva, porém existente. Este fato pode ser explicado em virtude do descaso com que as informações são divulgadas nos relatórios, que sequer preenchem os requisitos quantitativamente, quiçá fosse analisada a qualidade das informações.

O fato a ser destacado são os três valores discrepantes do gráfico de dispersão, o ponto mais alto é a Companhia Siderúrgica Nacional, que é o melhor relatório de administração,

segundo a metodologia empregada na análise. O segundo ponto mais alto, um pouco mais a esquerda, é a Brasil, empresa ligada ao setor ferroviário, que embora tenha um relatório com 40,645% de atendimento, explorou muito bem os aspectos financeiros, trazendo informações complementares que não constam nos requisitos analisados e, finalmente, a Embraer é o terceiro valor mais alto nos índices de negociabilidade e, também, o segundo melhor relatório.

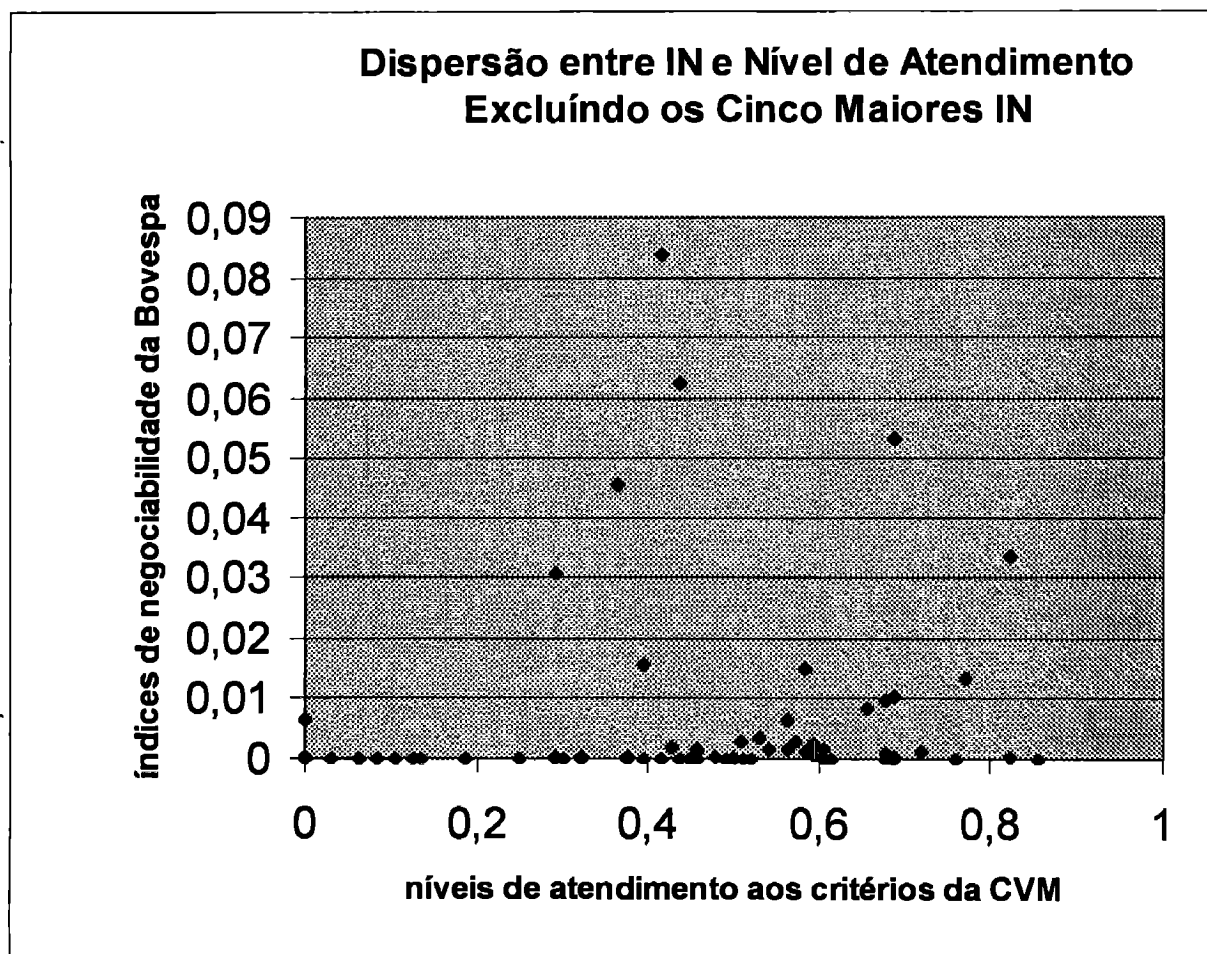


Figura 11: gráfico de dispersão sem os cinco maiores índices de negociabilidade.
Fonte: da autora.

Este gráfico serve para diminuir a influência dos valores discrepantes na análise visual do índice de correlação de Pearson. A correlação apresentada de aproximadamente 0,3 é baixa, que denota a possibilidade de valores dispersos da tendência positiva. Observa-se um aglomerado de pontos a partir de 40% de atendimento dos critérios da CVM, que iniciam a tendência positiva.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Mercados em desenvolvimento possuem características muito peculiares, em um mercado altamente pesquisado em todos os seus aspectos como o norte-americano, a correlação entre a informação divulgada pelas companhias de capital aberto e seus índices de negociabilidade certamente é muito maior. O mercado de ações preferenciais e ordinárias também funciona de maneira bastante distinta, como foi abordado na fundamentação teórica.

Fica evidente, pela análise das tendências e dos valores discrepantes, que a teoria de mercados eficientes faz sentido em um mercado emergente como o brasileiro, porém as informações extrínsecas parecem ter uma influência mais significativa na formação dos preços e na percepção de risco do investidor.

Está claro que o recurso do relatório da administração é sub-aproveitado pela maior parte das empresas analisadas, entretanto revela valores discrepantes surpreendentes justamente nas empresas com melhores práticas de disclosure. Boas práticas de governança corporativa pregam justamente a transparência de informações, certamente esta premissa não foi definida ao acaso.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro fica prejudicado em virtude de velhos hábitos de gestão, principalmente, no que diz respeito aos direitos dos acionistas, sendo um dos principais a divulgação de informações. Historicamente, as pessoas físicas não cultivam a prática de investir a longo prazo em empresas nacionais em função de vários fatores, agravados pelo risco sistemático atribuído ao mercado de capitais e as incertezas do macroambiente econômico e político. Gerir uma empresa de capital aberto como se fosse um sistema fechado e práticas arcaicas de relacionamento com stakeholders em geral, não melhoram a percepção de risco e incerteza em relação ao negócio da organização.

Pesquisar o comportamento e a percepção do pequeno investidor em relação ao mercado de capitais é uma recomendação para começar a entender a importância da política de divulgação de informações claras, coerentes, abrangentes, verdadeiras, precisas e confiáveis. Dimensionar a capacidade de investimento destas pessoas a partir da criação de um contexto de segurança, confiabilidade e transparência pode trazer resultados quantificáveis muito significativos para empresas que pretendem administrar satisfatoriamente esta fonte de recursos de baixo custo.

É necessário desmistificar a bolsa de valores a respeito da imagem de ambiente puramente especulativo, de alto risco financeiro para quem aplica seus recursos, complicado, sofisticado ou inacessível àqueles que julgam ter pouco recurso discricionário. Recursos estes que poderiam ser investidos em empresas sediadas aqui e que geram desenvolvimento econômico e, porque não, social. Entretanto, para que isso seja possível é imprescindível incentivar a pesquisa e o desenvolvimento de teorias relativas às características específicas deste mercado.

Se o relatório de administração é a abordagem das práticas administrativas e dos resultados financeiros comentados de forma menos técnica e mais acessível aos acionistas e futuros investidores, poderia considerar-se, a partir do nível de atendimento dos critérios analisados, que as empresas são, salvo exceções, administradas de forma imprudente. Empresas que não divulgam seu negócio, que desconhecem sua participação no mercado, que não divulgam suas práticas de recursos humanos, que se restringem à responsabilidade legal no que tange ao meio ambiente, que não estão preparadas para ambientes de incerteza, realmente não podem transmitir confiança, não são transparentes e não contribuem para o desenvolvimento econômico-social e sustentável do país.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 2. ed. Florianópolis: UFSC, 1998.
- BARROS, José Roberto Mendonça de; et al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2001. In BOVESPA, disponível em <www.bovespa.com.br>, acesso em abril, 2004.
- BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- BOVESPA. **Panorama da economia brasileira e do mercado de capitais**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>, acesso em outubro 2004.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- CHIAVENATO, Idalberto. **Administração de empresas: uma abordagem contingencial**. 3. ed. São Paulo: Macron Books, 1994.
- CHIZZOTTI, Antônio. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 5. ed. São Paulo: Cortez, 2001.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FÜHRER, Maximilianus Cláudio Américo. **Resumo de Direito Comercial**. 12. ed. Coleção Resumos. São Paulo: Malheiros, 1993.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira essencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.

INVESTSHOP. **Guia de análise técnica**. Disponível em <www.investshop.com.br/guias>, acesso em abril, 2004a.

INVESTSHOP. **Guia de ações**. Disponível em <www.investshop.com.br/guias>, acesso em abril, 2004b.

KASSAI, José Roberto; *et al.* **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e iniciação à pesquisa**. 20. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1990.

LOBATO, David Menezes; *et al.* **Estratégia de empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro FGV, 2004.

LUQUET, Mara. **Guia Valor Econômico de finanças pessoais**. São Paulo: Globo, 2000.

MAFRA, Mario Allan Ferraz; NESS JR, Walter Lee. **O relatório de administração no Brasil: peça de informação ou ficção?** Revista de Economia e Administração, v. 1, n. 2. 1 – 18p. abr/jun. 2002.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safári de estratégia**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças. **Estratégia empresarial: uma abordagem empreendedora.** São Paulo: Atlas, 1988

PACE, Eduardo Sérgio Ulrich; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; SILVA, Marcos Alessandro da. **Indicadores de desempenho como direcionadores de valor.** RAC, v. 7, n. 1, 37 – 65p. jan/mar. 2003.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: corporate finance.** São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1998.

SECURATO, José Roberto. **Decisões financeiras em condições de risco.** São Paulo: Atlas, 1996.

SHILLER, Robert J. **Exuberância irracional.** São Paulo: Makron Books, 2000.

SMAILES, Joanne; McGRANE, Angela. **Estatística aplicada à Administração com excel.** São Paulo: Atlas, 2002.

SILVA, José Pereira. **Gestão e análise de risco de crédito.** São Paulo: Atlas, 1997.

_____. **Análise financeira das empresas: os métodos convencionais de análise financeira de empresas, investimento operacional de giro, fluxo de caixa, a inflação e a correção integral das demonstrações financeiras.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

VERGARA, Sylvia Maria. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** São Paulo: Atlas, 1997.

WRIGHT, Peter; KROLL, Mark J.; PARNELL, John. **Administração estratégica: conceitos.** São Paulo: Atlas, 2000.