

Influências da adesão ao novo mercado na relação entre liquidez corrente e retorno contábil de empresas brasileiras

Denis Lima e Alves

Henrique César Ferreira

Kárem Cristina De Sousa Ribeiro

Resumo:

A gestão do ativo circulante tem sua importância na manutenção da situação financeira da empresa, mantendo-a líquida, se necessário, e capaz de participar competitivamente no mercado em que atua. Alterações na estrutura de financiamentos e aplicações do ativo circulante levam a diferentes margens de lucratividade, gerando índices diferentes de liquidez. A eficiência no uso dos recursos investidos pode ser garantida por meio de mecanismos elaborados com o propósito de mitigar os efeitos da separação entre propriedade e controle das companhias, os mecanismos de governança. O presente trabalho buscou evidenciar as influências que a adesão ao Novo Mercado teve sobre a relação entre Liquidez Corrente e ROE em empresas brasileiras. Procurou-se caracterizar essa relação por meio do cálculo do beta entre as variáveis analisadas. Como resultado, foi encontrado que a relação entre liquidez e retorno tende a ser inversa após a adesão ao Novo Mercado da Bovespa.

Área temática: *Gestão Estratégica de Custos*

Influências da adesão ao novo mercado na relação entre liquidez corrente e retorno contábil de empresas brasileiras

Denis Lima e Alves (UFU) – alves.denis@yahoo.com.br

Henrique César Ferreira (UFU) – hcesar@netsite.com.br

Dra. Karem Cristina de Sousa Ribeiro (UFU) – kribeiro@ufu.br

Resumo

A gestão do ativo circulante tem sua importância na manutenção da situação financeira da empresa, mantendo-a líquida, se necessário, e capaz de participar competitivamente no mercado em que atua. Alterações na estrutura de financiamentos e aplicações do ativo circulante levam a diferentes margens de lucratividade, gerando índices diferentes de liquidez. A eficiência no uso dos recursos investidos pode ser garantida por meio de mecanismos elaborados com o propósito de mitigar os efeitos da separação entre propriedade e controle das companhias, os mecanismos de governança. O presente trabalho buscou evidenciar as influências que a adesão ao Novo Mercado teve sobre a relação entre Liquidez Corrente e ROE em empresas brasileiras. Procurou-se caracterizar essa relação por meio do cálculo do *beta* entre as variáveis analisadas. Como resultado, foi encontrado que a relação entre liquidez e retorno tende a ser inversa após a adesão ao Novo Mercado da Bovespa.

Palavras-chave: Ativo circulante, liquidez corrente, ROE.

Área temática: 1. Gestão estratégica de custos

1. Introdução

A gestão do ativo circulante, maneira por meio da qual as empresas levantam, alocam e gerem recursos de curto prazo, tem sua importância na manutenção da situação financeira das mesmas, pois que esta é parte responsável pela capacidade da empresa de honrar seus compromissos de curto e médio prazo, mantendo-se líquida e capaz de participar competitivamente no mercado em que atua.

Paralelamente, a gestão do capital de giro, orientada por meio do uso de índices de liquidez, auxilia na geração de informações acerca da lucratividade da empresa, em função dos montantes investidos no ativo circulante e de suas respectivas origens: capital próprio ou de terceiros. Alterações na estrutura de financiamentos do ativo circulante, juntamente com mudanças no montante investido em contas do mesmo grupo, levam a margens diferentes de rentabilidade, gerando, também, índices diferentes de liquidez.

Tais fatos podem ser conseqüências de elementos distintos, como maior eficiência na administração de ativos operacionais de menor volume, financiamentos com capital de terceiros a taxas mais atrativas ou, ainda, valores menores de Patrimônio Líquido, que elevariam a taxa de retorno sobre o investimento dos acionistas. As alterações no ativo circulante acontecem em decorrência de demandas inerentes à operação da empresa, sejam elas maiores prazos para recebimentos de clientes ou aumento do volume de estoques, cabendo, ao gestor, a decisão da melhor forma de financiamento do capital de giro.

Sendo resultado da diferença entre ativo circulante e passivo circulante, o capital de giro líquido pode ser composto por recursos próprios ou de terceiros. Independentemente de sua origem, quanto maior for o seu montante, para um determinado nível de financiamentos originados no passivo circulante, maior será o índice de liquidez corrente, e, portanto, em decorrência da existência de recursos de longo prazo financiando aplicações correntes, menor será a rentabilidade dos recursos próprios. Tal afirmação tem sua fundamentação no

entendimento de que, em mercados eficientes, recursos de longo prazo, exigíveis ou Patrimônio Líquido, tendem a ser mais caros do que os de curto prazo.

Dado o exposto, a gestão dos ativos circulantes diz respeito à tomada de decisão acerca de qual será a forma de financiamento desses recursos, o que impactará diretamente na rentabilidade da empresa, ou seja, na geração de riqueza para os proprietários. Decisões dentro deste escopo estão diretamente ligadas à percepção que o administrador financeiro tem da realidade contextual da empresa, realidade que diz respeito a todo o movimento de expansão dos mercados para um contexto mundial, passando, até mesmo, pelo reconhecimento de que situações de insolvência, e mesmo de falência, têm ocorrido em função de administrações ineficientes de ativos circulantes.

A disponibilidade de recursos internacionais veio acompanhada da competitividade de adversários financeiramente alavancados e agressivos, sendo que a eficiência na gestão dos recursos disponíveis às empresas passou, com isso, a ter atribuída a si uma importância de níveis mais elevados. Portanto, decisões sobre dívidas de curto ou longo prazo, para financiamento de aplicações no ativo circulante, são tão importantes quanto decisões de estrutura de capital.

Por outro lado, a discussão sobre a natureza dos financiamentos do ativo circulante remete à discussão sobre a importância da estrutura de capital no desempenho financeiro das empresas e da eficiente aplicação do capital investido nas mesmas. Tal eficiência no uso dos recursos investidos pode ser verificada por meio de mecanismos elaborados com o propósito de mitigar os efeitos da separação entre propriedade e controle das companhias, cujas consequências são, dentre outras, ineficiente gestão dos investimentos, o desvio de recursos e tomada de decisão orientada por interesses diversos daqueles dos proprietários do capital. Portanto, a captação de recursos, tendo como norte um planejamento coerente para a aplicação dos mesmos e, como respaldo, um histórico de eficientes aplicações, torna-se o início de um processo que otimizará a operação da empresa, gerando confiança no mercado de capitais.

O presente estudo tem como objetivo realizar uma comparação do retorno contábil, medido pelo ROE (*return over equity*) em função da liquidez corrente das empresas no Novo Mercado, definido pela Bovespa em 2000, e no mercado tradicional. A importância dessa análise tem fundamentos na premissa de que as características relativas à estrutura de financiamento das operações e prioridades para tomada de decisões nas empresas listadas no Novo Mercado, em função das exigências para adentrar no mesmo, são diferentes daquelas inerentes a empresas do mercado tradicional. O comportamento do ROE em função da liquidez corrente para cada segmento do mercado de capitais da Bovespa, portanto, será diferente como consequência dessas características.

Este trabalho se encontra dividido em cinco seções, contando com essa. Em seguida, apresenta-se a literatura relacionada, seção que aborda algumas das principais reflexões e teorias acerca da gestão de capital de giro, mencionando, principalmente, a análise por meio de índices de liquidez e um modelo que propõe classificações alternativas das contas do Balanço Patrimonial. Após, encontra-se a metodologia adotada, seguida da apresentação e discussão dos resultados encontrados com a aplicação da análise proposta. Por conseguinte, as considerações finais abordam alguns dos principais temas em discussão na literatura abordada no referencial teórico.

2. Literatura relacionada

Segundo Perobelli et al (2006), os pressupostos básicos da teoria das finanças afirmam que uma empresa dificilmente conseguirá manter grandes excedentes de ativos líquidos e, ao mesmo tempo, proporcionar alto retorno contábil e de mercado. O aspecto liquidez, relacionado à possibilidade de o ativo poder ser convertido em dinheiro, no período em que o recurso é necessário, e de que se obtenha um valor “justo” ou próximo àquele gasto na

obtenção do ativo (VAN HORNE, 1995), leva à constatação de que empresas mais líquidas que outras estão imbuídas de um fator risco operacional e financeiro de menor magnitude, pois seus ativos podem ser mais facilmente liquidados. Admitindo o conhecido trade-off entre risco e retorno, empresas líquidas apresentam-se, portanto, menos rentáveis.

A baixa liquidez, podendo ser consequência da percepção de risco de insolvência por parte de fornecedores, ou, ainda, causa de inadimplemento e insolvência (FAMÁ e GRAVA, 2000), representa uma relação matemática em que existe uma necessidade menor de aplicações correntes do que se encontram disponíveis recursos também correntes. Ross et al (1995) afirmam que, embora a situação ideal fosse ter a totalidade dos ativos circulantes sendo financiados por recursos de curto prazo e, conseqüentemente, ativos permanentes sendo financiados por recursos de longo prazo, a imprevisibilidade do mercado e do balanço de pagamentos de uma empresa exige que a mesma opere com uma folga financeira, ou seja, Capital Circulante Líquido (CCL) maior que zero.

Embora a manutenção de determinados níveis de liquidez tenha seu custo financeiro (FAMÁ e GRAVA, 2000), Scherr (1989, p. 25) destaca três razões pelas quais as empresas devem manter um determinado montante de recursos disponíveis: (i) atendimento à demanda das operações diárias, (ii) proteção com relação às incertezas e emergências que acarretam em necessidades imediatas de dinheiro e (iii) investimentos temporários de curto prazo em que podem ser aplicadas as sobras periódicas de caixa, elemento também conhecido por “especulação”. Tais contingências podem justificar incorrer em custos de manutenção de liquidez pelo simples fato de que, se os recursos não estiverem disponíveis quando demandados, os custos podem se mostrar ainda maiores.

Smith e Sell (1980) encontraram que grandes empresas americanas adotam políticas mais agressivas de gestão de capital de giro, além de realizarem seu orçamento de caixa em regime diário. Entenda-se como política agressiva uma baixa liquidez, aumentando a rentabilidade. Uma correlação entre empresas maiores e mais lucrativas com o uso de avaliações constantes de orçamento de caixa também foi encontrada, corroborando a importância da gestão de curto prazo nos resultados das companhias.

Famá e Grava (2000) descrevem os modelos de gestão de caixa denominados Modelo de Baumol e Modelo de Miller e Orr. Embora sejam, segundo os autores, os dois modelos mais citados na literatura, carecem de ressalvas, o que não contribui para sua difusão como modelos práticos. Tal se deve ao fato de que, enquanto o modelo de Baumol alega previsibilidade nos fluxos de caixa, o modelo de Miller e Orr, em contrapartida, pode ser criticado pelo fato de que incorpora um determinado nível de incerteza que faz com que os mínimos e máximos encontrados para se manter em caixa tenham uma amplitude tal que levaria a, ora custos de oportunidade, ora custos de inadimplementos. Além disso, embora o modelo de Miller e Orr admita a imprevisibilidade na direção das variações do caixa, pode ser observada a contradição inerente ao fato de que o modelo admite, também, que tais variações se localizam em torno de uma média constante, com desvios determináveis (FAMÁ e GRAVA, 2000).

A manutenção de ativos líquidos pode ser justificada pela potencial dificuldade em consegui-los quando necessários. A capacidade da empresa de obter esses recursos está relacionada com sua estrutura de capital, que definirá sua capacidade de endividamento, possibilitando ou não a obtenção de recursos a custos aceitáveis. Quanto maior a liquidez de uma empresa, para um dado nível de produção ou serviço, maior será o acúmulo de capital e a predisposição dos gestores e acionistas a arcar com o custo de oportunidade incorrido por manter maiores montantes em ativos menos rentáveis (FAMÁ e GRAVA, 2000).

Além da análise tradicional por índices de liquidez, baseada em observação das variações do CCL, Marques e Braga (1995) descrevem o modelo desenvolvido por Fleuriet, Kehdy e Blanc, denominado “análise dinâmica do capital de giro”, em que as contas do

Balço Patrimonial são classificadas em grupos cujas diferenas se referem ao fato de serem ou no relativas ao ciclo de produo da companhia, ou seja, se so contas operacionais ou no. A subdiviso dos grupos Ativo Circulante e Passivo Circulante em, respectivamente, ativo circulante clico (operacional), ativo circulante financeiro e passivo circulante clico e passivo circulante oneroso propoe uma anlise detalhada do que acontece com os nveis de necessidade de capital de giro e liquidez no decorrer das operaes da empresa. Assim, o capital circulante lquido e a necessidade de capital de giro, ou investimento operacional em giro (IOG), ficam definidos como:

$$CCL = (ACF + ACC) - (PCO + PCC)$$

$$IOG = ACC - PCC$$

Em que:

ACF = Ativo circulante financeiro

ACC = Ativo circulante clico

PCO = Passivo circulante oneroso

PCC = Passivo circulante clico

Tais elementos dizem respeito ao aspecto operacional retratado pelas contas do ativo circulante de acordo com a classificao do modelo. O aspecto financeiro das mesmas contas e definido pelo saldo de tesouraria:

$$T = AtivoFinanceiro - PassivoFinanceiro$$

O crescimento de saldos negativos da tesouraria pode ser um indicativo da crescente dependncia de recursos onerosos para financiar aplicaes operacionais **permanentes** (grifo nosso) do ativo circulante. Perobelli et al (2006) encontraram que o saldo da tesouraria compromete a rentabilidade contbil de empresas do setor comercial, da mesma forma que o faz a liquidez, medida conforme o modelo dinmico de Fleuriet. Segundo Marques e Braga (1995), tal modelo pode servir de instrumento suplementar a anlise tradicional, *fornecendo indicativos antecipados da deteriorao ou recuperao financeira da empresa*.

A reclassificao das contas circulantes no modelo Fleuriet segue a premissa de que as contas onerosas, tambm conhecidas como errticas ou financeiras, no apresentam qualquer comportamento preestabelecido, variando de acordo com as decises tomadas acerca da liquidez que se deseja para a empresa (ASSAF NETO e SILVA, 2002, p. 62). Tal diferenciao, segundo o modelo, faz-se necessria devido ao fato de que a operao da empresa pode gerar saidas de caixa em um fluxo mais rpido que o das entradas, criando uma necessidade permanente de investimento em giro (ASSAF NETO e SILVA, 2002, p. 63), que, segundo Huberman (1984, apud KIM, MAUER e SHERMAN, 1998), no deve ser financiada por recursos externos.

Medeiros e Rodrigues (2006) ressaltam, dentro do modelo Fleuriet, o conceito de Capital de Giro, dado pela diferena entre Passivo Permanente e Ativo Permanente, alm de mencionar o carter estvel desse elemento, modificando-se quando a empresa realiza investimentos de capital, seja por meio de autofinanciamento, emprstimos ou aumento de capital. Os autores testaram hipoteses relacionadas ao fato de serem errticos ou no os ativos e passivos financeiros, operacionais e no operacionais da empresa, procurando identificar se tais grupos possuem ou no relaes com a operao da empresa.

Essa investigao e relevante pelo fato de que, sendo o grau de liquidez de uma empresa o resultado das variaes do Ativo Circulante em relao ao Passivo Circulante, variaes nas contas circulantes e suas relaes com a operao da empresa indicam como se comporta a liquidez empresarial. Estando subdivididos os grupos circulantes em funo de

supostas relações entre esses grupos e a operação empresarial, variações nos subgrupos podem ter pesos diferentes no comportamento dos índices de liquidez. Entretanto, os resultados encontrados por Medeiros e Rodrigues (2006) indicam que o modelo de Fleuriet não explica, como propõe, as inter-relações entre as contas circulantes do Balanço Patrimonial, alegando ser mais assertivo o uso de técnicas tradicionais de análise financeira, como índices de liquidez ou análise da variação do CCL. Dessa forma, os resultados encontrados por Medeiros e Rodrigues (2006) não corroboram as observações feitas por Assaf Neto e Silva (2002, p. 63).

Paulo e Moreira (2003) afirmam ser o volume de Capital Circulante Líquido uma das formas mais usadas para analisar o grau de liquidez e risco de determinada empresa, apresentando, estes, relação inversa. As atividades operacionais, peculiares a cada empresa pertencente aos diversos setores da economia, determinam diferentes faixas de liquidez dentro das quais as empresas se encontram. As variações dos valores dentro dessas faixas podem, portanto, ser influenciadas por outros elementos, como posicionamento estratégico e **práticas de governança** (grifo nosso).

Dentre os índices de liquidez usados na abordagem tradicional, o de Liquidez Corrente reflete a *própria expressão do CCL* (PAULO e MOREIRA, 2003), embora seja necessário, ao fazer uso desse índice em análises financeiras, a identificação das contas contempladas em seu cálculo, pois a inclusão de contas como estoques pode levar a conclusões que invalidem a eficiência da decisão a ser tomada.

Em uma outra abordagem, a corroborar a premissa de que ativos como Estoques influenciam negativamente a análise por meio de índices de liquidez, Silva e Ferreira (2006) investigaram quais índices financeiros estavam relacionados com empresas que criam ou destroem valor. Usando o EVA (*Economic Value Added*) como medida de criação ou destruição de valor, as autoras encontraram, por meio de uma análise discriminante, que o índice de liquidez corrente foi um dos elementos que contribuíram para a destruição de valor, apresentando relação inversa com o EVA calculado. Um dos fatores que podem ter contribuído para tal observação é o fato de que este índice contempla apenas o curto prazo (SILVA e FERREIRA, 2006). Em contrapartida, o índice de liquidez seca, que não contempla Estoques, apresentou relação direta com a criação de valor, demonstrando que a criação de valor está relacionada com ativos líquidos.

Em investigação acerca dos determinantes da liquidez em empresas brasileiras, Lameira (2001) encontrou que a mesma é função do *tamanho das empresas, do endividamento de curto prazo e da lucratividade*, inclusive medida pelo **lucro contábil** (grifo nosso). De acordo com seus resultados, grandes firmas geram grandes volumes em caixa, o que exige um determinado sistema de planejamento e controle dos excedentes. De fato, o autor afirma serem os excedentes de caixa um componente de situações em que se encontram práticas que beneficiam controladores em detrimento de acionistas minoritários, fazendo-se necessária a realização de estudos que investiguem o *comportamento de firmas com boa governança corporativa (firmas do Novo Mercado) em relação à liquidez*, uma investigação que poderia refletir a existência e magnitude de conflitos de agência em função da expressividade dos ativos líquidos.

Dentre os determinantes da liquidez das empresas, pode ser citada a restrição a financiamentos internos descrita por Almeida, Campello e Weibach (2004), que afirmam ser a preferência pela liquidez, e concomitante perda em rentabilidade presente, importantes para a obtenção de maiores rentabilidades no futuro, quando não serão necessários financiamentos externos, resultados que corroboram o estudo de Kim, Mauer e Sherman (1998), que afirmaram que o nível ótimo de liquidez aumenta com *o custo dos financiamentos externos, com a variância dos fluxos futuros de caixa e com o retorno de futuras oportunidades de investimentos*. Portanto, se o financiamento externo apresenta custos inviáveis, o investimento

em ativos líquidos seria uma resposta natural e racional para financiar projetos a serem realizados no futuro.

No contraponto das medidas tomadas pelos gestores financeiros, a fim de aumentar a liquidez e a segurança dos investimentos operacionais, se encontram aquelas voltadas para o aumento da rentabilidade medida com relação ao Patrimônio Líquido, ou ROE. O uso de recursos do patrimônio líquido para financiar ativos circulantes, no caso de empresas com baixo grau de alavancagem financeira, tende a reduzir o retorno sobre o capital dos acionistas, pois que ativos circulantes não são rentáveis quanto ativos fixos e recursos próprios tendem a ser mais dispendiosos do que os de terceiros.

Visto por esse ângulo, a redução do CCL, concomitante com o aumento da alavancagem financeira, agrega elementos de risco e retorno à operação da empresa, podendo esta, portanto, obter maiores rendimentos. Nesta linha, Perobelli et al (2006) afirmam que existe um *trade-off* entre a rentabilidade e a liquidez das companhias, elemento relacionado à alavancagem financeira das mesmas, sendo que a rentabilidade reforça a liquidez e a liquidez adequada promove rentabilidade futura (PEROBELLI et al, 2006; KIM, MAUER e SHERMAN, 1998).

Uma das medidas usadas para mensurar a rentabilidade de um empreendimento é o ROE, que dimensiona o retorno sobre o investimento dos acionistas. Tal índice é definido pelo produto da margem líquida de vendas (Lucro líquido/Vendas), o giro das vendas sobre o ativo (Vendas/Ativo total) e o grau de alavancagem financeira (Ativo total/Patrimônio Líquido). Tal equação resulta em uma identidade com a divisão entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido, conhecida como Modelo DuPont.

A rentabilidade das empresas também é afetada pela forma como os empreendimentos são conduzidos, no sentido de que decisões acerca da estrutura de capital, sobre quais projetos financiar e a composição da estrutura de propriedade da empresa influenciam na forma como o mercado percebe a companhia e os riscos inerentes à mesma. Coutinho et al (2003) relataram resultados que mostram uma rentabilidade superior encontrada em carteiras compostas por ações de empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, corroborando tal afirmação. Ainda, Jensen (1986) afirma que as empresas deveriam distribuir entre os acionistas os fundos que excederem o necessário para o financiamento de investimentos que gerariam riqueza aos mesmos, no intuito de reduzir o custo de agência.

Devido ao fato de que a governança corporativa provê aos potenciais investidores um maior nível de segurança de que seus recursos resultarão em rendimento (Shleifer e Vishni, 1997), empresas com práticas diferenciadas de governança teriam acesso a recursos de longo prazo a custos menores (Silveira, 2004), tanto na aquisição de recursos via capital de terceiros quanto em emissões de ações. Portanto, em decorrência da redução do custo médio ponderado de capital de empresas que adotam boas práticas de governança, se estabelece uma relação entre a adoção das mesmas, a estrutura de capital e a rentabilidade dos recursos dos acionistas. Corroborando tal afirmação, Perobelli et al (2006) afirmam ser, a própria estrutura de capital, uma prática de governança, impedindo que recursos livres sejam investidos em projetos de menores rentabilidades.

Em seu estudo, Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2002) encontraram que os índices de liquidez em países onde os direitos de acionistas minoritários não são formalmente protegidos são significativamente maiores do que em países onde tal proteção acontece. Tal diferença poderia ser explicada pelo fato de que a assimetria relativa às taxas de financiamento obtidas por empresas atuantes em mercados não-eficientes e a inacessibilidade de algumas delas ao mercado de capitais contribuem para a necessidade de operarem com maiores índices de liquidez (OPLER et al, 1997 apud SÁ, 2004).

A segmentação das empresas em mercados diferenciados na bolsa de valores de São Paulo gera um questionamento acerca dos efeitos provocados pelas exigências a que as

empresas listadas no Novo Mercado têm que atender com relação aos investimentos realizados e os efeitos de tais exigências nos níveis de liquidez, como função da mudança organizacional que a adesão a mercados diferenciados exige. Conseqüentemente, uma análise que relacione o retorno contábil em função dessa liquidez se faz necessária, no intuito de averiguar a ocorrência do *trade-off* entre liquidez e retorno e a intensidade desse *trade-off* no Novo Mercado.

3. Metodologia

A coleta de dados para realização do presente trabalho foi elaborada de acordo com a disponibilidade de informações na base de dados Economatica acerca das empresas listadas na Bovespa. Foram coletados dados de todas as empresas com sede no Brasil, não pertencentes ao setor financeiro e que tenham aderido ou comunicado sua adesão ao Novo Mercado até o final do ano de 2006. A impossibilidade de obtenção de dados foi um elemento que restringiu a amostra, composta por oito empresas. Os dados referentes à composição da amostra estão ilustrados no Quadro 01.

Empresa	Data inicial	Data considerada*	Evento**
Embraer	31/3/1989	1/6/2006	Comunicação de fato relevante na Bovespa
Eternit	31/12/1986	15/8/2006	Comunicação oficial feita pela Bovespa
Gafisa	31/12/1998	26/1/2006	Ata de reunião do Conselho de Administração
Lojas Renner	31/3/1989	8/6/2005	Ata de reunião do Conselho de Administração
Rossi Resid	31/3/1997	26/1/2006	Ata de reunião do Conselho de Administração
Sabesp	31/3/1996	24/4/2002	Borges, Silveira e Silveira (2004)
Sao Carlos	30/9/1996	29/9/2006	Ata de reunião do Conselho de Administração
Tractebel	31/3/1998	10/10/2005	Ata de reunião do Conselho de Administração

* Divulgação de adesão ao Novo Mercado

** Evento que comunicou a adesão.

Fonte: Bovespa; Borges, Silveira e Silveira (2004)

Quadro 01. Delimitação da amostra.

Analisaram-se todos os dados de Liquidez Corrente e ROE disponíveis na base Economatica, com periodicidade trimestral, até Março do ano de 2007. Foram calculados dois índices *beta*, um referente ao período anterior à adesão das empresas ao Novo Mercado, e outro referente ao período posterior da mesma data. Tais *betas* tiveram, como variável

independente, a Liquidez Corrente observada a cada trimestre dos períodos em estudo, e o ROE, também observado a cada trimestre dos períodos. O cálculo do *beta* foi feito de acordo com Guimarães e Cabral (1970), e se encontra descrito abaixo:

$$b = \hat{\beta} = \frac{S_{XY}}{S_{XX}}$$

Fonte: Guimarães e Cabral (1997)

Em que

b: coeficiente angular da relação entre as variáveis;

S_{xy}: covariância entre as variáveis dependente e independente;

S_{xx}: variância da variável independente.

O presente estudo se caracteriza como pesquisa documental quanto aos procedimentos, pesquisa descritiva quanto aos objetivos, e quantitativa quanto à abordagem do problema. Procurou-se quantificar a relação existente entre o índice de Liquidez Corrente e os retornos históricos de empresas listadas na Bovespa por meio de análise de informações obtidas em fonte secundária, a base de dados Economática.

4. Apresentação dos dados e discussão dos resultados

Os resultados da aplicação da metodologia proposta encontram-se ilustrados no Quadro 02.

Empresa	Beta antes	Beta depois	Setor
Lojas Renner	1,3683	-11,1638	Comércio varejista
Gafisa	-2,1461	-1,3534	Construção
Rossi Resid	-2,4169	-1,1630	Construção
Sabesp	-0,9590	1,2652	Empresa de eletricidade, gas e agua
Tractebel	4,8145	-1,0946	Empresa de eletricidade, gas e agua
Sao Carlos	-0,1675	-12,7765	Imobiliária e locadora de outros bens
Embraer	75,0883	-11,2500	Indústria manufatureira
Eternit	0,0925	-4,7403	Indústria manufatureira

Fonte: Adaptado de Bovespa

Quadro 02. Índices beta antes e depois da comunicação de adesão ao Novo Mercado

A visualização dos resultados por setor de atuação das empresas permite que se perceba a tendência do *trade-off* entre Liquidez Corrente e ROE dentro de cada setor, embora o tamanho da amostra e o fato de a criação do Novo Mercado ser relativamente recente não possibilitem uma generalização acerca dessa tendência. Entretanto, verificam-se tendências contrárias entre os setores Indústria Manufatureira (IM) e Construção, que mostraram comportamentos contrários de seus índices *beta* antes e após a comunicação de adesão. Enquanto que o setor IM apresentava relação diretamente proporcional entre as variáveis e passou a apresentar uma relação inversa, o setor Construção apresentava relação inversa antes da adesão, sendo que o evento mostrou uma atenuação da intensidade dessa relação, de acordo com os dados.

As empresas Sabesp e Tractebel, embora pertençam ao mesmo setor, apresentavam relações inversas entre as variáveis analisadas antes da comunicação de adesão. Após o evento, as relações se inverteram para ambas as empresas, em intensidades diferentes. Os

setores de Comércio Varejista e Imobiliária e Locadora de Outros Bens apresentaram apenas uma empresa na amostra, cada um, o que impossibilita comparações intra-setoriais.

Análises inter-setoriais podem ser feitas no sentido de que as empresas do setor IM e do setor de Construção apresentaram tendências semelhantes, dentro dos setores, embora a tendência dos setores considerados em sua totalidade fosse diversa. O contrário aconteceu com o se de Empresa de Eletricidade, Gás e Água, que apresentou, em suas empresas componentes da amostra, tendências divergentes, provavelmente refletindo efeitos de outras variáveis não estudadas no presente trabalho.

Das oito empresas analisadas, cinco apresentaram aumento da intensidade da relação inversa entre Liquidez Corrente e ROE ou mudança do sinal dessa relação de “positivo” para “negativo”. Tal fato reforça a teoria de que maiores investimentos em ativos líquidos reduziram a rentabilidade da empresa, assertiva que adquire relevante significado em se tratando de empresas do Novo Mercado, onde há uma maior transparência nas aplicações dos recursos e uma maior exigibilidade de retorno sobre o capital investido por parte dos acionistas.

As limitações deste estudo encontram-se no fato de que, em função da indisponibilidade de dados, o tamanho da amostra foi reduzido e, em função do caráter recente do Novo Mercado, a série histórica pós-Novos Mercado pode apresentar resultados enviesados por flutuações estocásticas não resultantes de elementos informacionais concernentes à temática da Governança Corporativa. Além disso, políticas decisórias que poderiam afetar as variáveis estudadas e que teriam sido modificadas, em função da adesão ao Novo Mercado, para ter efeitos a longo prazo não teriam, até o momento do estudo, proporcionado efeitos nos dados analisados.

5. Considerações Finais

Apesar de a literatura acadêmica apontar a existência de um *trade-off* entre liquidez e retorno contábil, elementos exógenos podem influenciar a tomada de decisão dentro das empresas e, assim, influenciar seus resultados. Tais elementos podem ser aqueles exigidos das empresas que desejam adotar, oficialmente, práticas de governança corporativa e participar da lista do Novo Mercado da Bovespa.

A transparência de operações e decisões exigida pelo Novo Mercado impede a aplicação de recursos em ativos e projetos de menor rentabilidade, o que pode ser um dos elementos que contribuem para as relações inversas entre Liquidez Corrente e ROE encontradas depois de comunicada a adesão ao Novo Mercado. Embora a participação no Novo Mercado possibilite o acesso a crédito de longo prazo a menores custos, os recursos obtidos em função dos benefícios provenientes do *status* adquirido por meio da adoção de práticas de governança podem não ser opções viáveis para investimento em capital de giro, pois que os mesmos podem estar impedidos contratualmente de serem investidos em projetos que não apresentem um determinado nível de retorno.

Assim, financiamentos de longo prazo destinar-se-iam a projetos de expansão e aplicação em ativos permanentes, cujos rendimentos são maiores que o dos ativos circulantes, gerando maiores lucros contábeis, não contribuindo para o aumento do Patrimônio Líquido e influenciando na relação inversa entre Liquidez Corrente e ROE. Portanto, tais recursos não deveriam influenciar na determinação da liquidez corrente, assumidas tais premissas, ou seja, não deveriam compor a parcela circulante do Ativo.

6. Referências

ALMEIDA, H., M. CAMPELLO, M. WEISBACH. “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, **Journal of Finance**, No. 59 (2004).

ASSAF NETO, A.; SILVA, C.A.T. **Administração do Capital de Giro**. São Paulo: Atlas, 2002.

COUTINHO, R. B. G.; OLIVEIRA, M. A. C.; DA MOTTA, F. L. J. Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades dos índices de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do Ibovespa e do IBX. **Anais do CLADEA 2003, Lima – Peru, 2003**. CD-ROM.

DITTMAR, A.; MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. Corporate Liquidity. Discussion Paper 3499. Resumo. Disponível em <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=3499>. **Center for Economic Policy Research**, 2002.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Liquidez e a teoria dos elementos causadores da insolvência. **Caderno de pesquisas em administração**. São Paulo, v. 01, n.º 12, 2º trimestre/2000.

GUIMARÃES, R.C.; CABRAL, J.A.S. **Estatística**. Ed. revista. São Paulo: McGraw-Hill, 1997. 621 p.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76. Maio, 1986, 323-329.

KIM, C.; MAUER, D. C.; SHERMAN, A. E. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. **Journal of financial and quantitative analysis**. V. 33, n.º 3, setembro/1998.

LAMEIRA, L. D. **Determinantes do nível de liquidez das firmas brasileiras**. Disponível em <http://epge.fgv.br/porta/arquivo/2001.pdf>. Acesso em 25 de Maio de 2007.

MARQUES, J.; BRAGA, R. Análise Dinâmica do Capital de Giro – O Modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, v.35, n.3, p. 49-63, Mai-Jun 1995.

MEDEIROS, O. R.; RODRIGUES, F. F. Análise avançada do capital de giro: testes empíricos. Disponível em <http://www.convibra.com.br/pdf/78.pdf>. Acesso em 25 de Maio de 2007.

PAULO, A. O.; MOREIRA, H. L. O capital de giro como fator estratégico para o desempenho econômico financeiro das empresas: um estudo de caso. Disponível em <http://www.peritocontador.com.br/artigos/colaboradores/>. Acesso em 25 de Maio de 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. DE C.; SILVEIRA, A. Fatores determinantes da estrutura de capital: novas evidências no Brasil. **Anais do 5º Encontro Brasileiro de Finanças**. São Paulo, 2005. CD-ROM.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração Financeira – Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

SÁ, C. A. **Liquidez e fluxo de caixa: um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras**. Rio de Janeiro. Dissertação (Mestrado) – Escola de pós-graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, 2004. 74 p.

SCHERR, F. R. **Modern working capital management**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1989. 502 p.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, S. S.; FERREIRA, P. A. Estratégias de gestão financeira para criação e destruição de valor. In: Congresso USP de controladoria e contabilidade (VI). **Anais do...** . São Paulo, 2006. Disponível em: www.eac.locaweb.com.br.

SILVEIRA, A. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. São Paulo. Tese (Doutorado) -

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004. 250p. Disponível em <http://www.teses.usp.br>.

SMITH, Keith V. SELL, Shirley Blake. **Working Capital Management in Practice**. In: Readings on the Management of Working Capital, 2^a. ed. New York: West Publishing Company, 1980. (This manuscript has not been previously published).

VAN HORNE, J. C. **Financial management and policy**. 3^a ed. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1995.