

A GESTÃO DE INVESTIMENTOS EM GRANDES EMPRESAS MARINGAENSES CONSIDERANDO ELEMENTOS DAS FINANÇAS TRADICIONAIS, MODERNAS E COMPORTAMENTAIS

Raíssa Francisco do Nascimento (G-UEM)

Cristiani Passolongo Noveli (UEM)

Márcio Noveli (UEM)

RESUMO

Os investimentos no mercado financeiro podem ser usados como um artifício de incremento nos ativos das empresas em geral; como também, podem não ser suficientes para atrair, de maneira sustentável, os gestores financeiros de tais empresas. E os tipos de investimentos do mercado financeiro podem pertencer, grosso modo, a dois grandes grupos: renda fixa e renda variável. Ainda a gestão de investimentos é tratada, de modo geral, por três abordagens: finanças tradicionais, finanças modernas e finanças comportamentais, sendo esta última bastante recente, porém não menos importante, visto que a mesma tem sido capaz de contribuir, significativamente, para se traçar os perfis dos investidores, os quais podem ser os gestores financeiros das empresas. Portanto, este estudo teve como objetivo averiguar quais os fatores que influenciam na escolha desses tipos de investimento por empresas maringaenses; verificando também, para levantar os possíveis motivos que levam as organizações a não investirem no mercado financeiro. Desenvolveu-se uma pesquisa de campo, cujo método utilizado foi o de entrevista. A população da pesquisa consistiu de empresas maringaenses de vários campos de atuação e de grande porte. Pode-se observar que os motivos preponderantes que influenciam na escolha dos tipos de investimentos do mercado financeiro concentraram-se tanto em motivos econômicos (racionais) quanto comportamentais. O fator econômico se mostrou importante na decisão de investir ou não no mercado financeiro devido, respectivamente, à reserva ou à insuficiência de recursos. Pode-se observar também que há uma possível relação entre a lucratividade das empresas e a diversidade de investimentos que elas possuem, pois quanto mais lucrativas, mais reservas de ativos as empresas pesquisadas possuíam, mais diferenciados foram os tipos de investimentos que procuraram. Sendo que o contrário também foi observado, visto que a insuficiência de recursos parece associada à existência de poucos tipos de investimentos, quando não, a inexistência destes.

Palavras chave: Gestão de Investimentos. Mercado Financeiro. Empresas de Grande Porte.

1. INTRODUÇÃO

O cenário mundial vem assumindo, nos últimos anos, um crescimento vertiginoso no que tange ao mercado financeiro. O acirramento da globalização tem estimulado o fomento de investidores e de empresas investidoras, à procura dos mais diversos tipos de aplicações financeiras, além de contribuir para o amadurecimento de tal mercado.

No Brasil em especial, o mercado nacional tem apresentado uma estabilidade econômica que tem favorecido o convívio dos investidores e gestores financeiros com os investimentos disponíveis no mercado financeiro, de modo geral. Além disso, tem-se presenciado uma fantástica revolução e desenvoltura de seu mercado de capitais, delineados por novas formas de investimentos e créditos, sofisticação na indústria de fundos, avanço dos recebíveis, entre outros.

Os tipos de investimentos do mercado financeiro formam, grosso modo, dois grandes grupos: investimento em renda fixa e investimento em renda variável. Visto que o primeiro se configura com menor rentabilidade, porém menos arriscado; e o segundo, mais atraente no quesito rentabilidade, entretanto, sujeito a maiores riscos. O investidor, ou empresa investidora pode optar pelas alternativas pertencentes a estes grupos.

No que diz respeito às empresas brasileiras, estas podem fazer uso de certos tipos de investimentos para fomentar seu negócio. Especificamente, os investimentos no mercado financeiro podem ser usados como um artifício de incremento nos ativos das empresas em geral; como também, podem não ser suficientes para atrair, de maneira sustentável, os gestores financeiros de tais empresas.

A gestão de investimentos é tratada, de modo geral, por três abordagens: finanças tradicionais, finanças modernas e finanças comportamentais, sendo esta última bastante recente, porém não menos importante, visto que a mesma tem sido capaz de contribuir, significativamente, para se traçar os perfis dos investidores, os quais podem ser gestores financeiros de empresas.

A luz dessas três abordagens, este estudo visou averiguar se empresas maringenses utilizam investimentos em renda fixa e/ou variável, e caso o façam, quais são os motivos que levam as empresas a fazerem tal investimento.

Desenvolveu-se uma pesquisa de campo, cujo método utilizado foi o de entrevista. A população da pesquisa consistiu de empresas maringenses de vários campos de atuação e de grande porte, que totalizou um total de oito entrevistas em oito empresas.

Como resultados foi possível observar que os motivos preponderantes que influenciam na escolha dos tipos de investimentos do mercado financeiro concentraram-se tanto em motivos econômicos (racionais) quanto comportamentais.

Interpretou-se que o fator econômico se mostrou importante na decisão de investir ou não no mercado financeiro devido, respectivamente, à reserva ou à insuficiência de recursos. Pode-se observar também que há uma possível relação entre a lucratividade das empresas e a diversidade de investimentos que elas possuem, pois quanto mais lucrativas, mais reservas de ativos as empresas pesquisadas possuíam e mais diferenciados foram os tipos de investimentos que procuraram. Sendo que o contrário também foi observado, visto que a insuficiência de recursos parece associada à existência de poucos tipos de investimentos, quando não, a inexistência destes.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

Conforme aponta Pinheiro (2006), os tipos de mercados em uma economia podem ser classificados em dois grandes grupos: mercado de produtos, onde se negociam bens

manufaturados ou serviços; e mercado de fatores, em que imperam os fatores de produção, conhecido também como mercado financeiro, que pode ser definido como:

o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços. São mercados nos quais os recursos financeiros são transferidos desde unidades superavitárias, isto é, que têm excesso de fundos, até aquelas deficitárias, ou seja, que têm necessidades de fundos (PINHEIRO, 2006, p.81).

Mishkin (2000), ao se referir à função econômica desempenhada pelo mercado financeiro, salienta a essencialidade de canalização de fundos por pessoas que poupam o excesso por gastarem menos que sua receita; e por aquelas que têm escassez de fundos ao gastarem mais do que a receita respectiva. Para o autor, este dinamismo impulsiona um processo financeiro que culmina a uma maior eficiência econômica, uma vez que, seus efeitos surtem diretamente sobre a fortuna pessoal, o comportamento dos consumidores e empresários e sobre o desempenho total da economia.

Assim, a economia encontra-se em constante mutação e as exigências dos investidores, cada vez mais aguçadas; portanto, com o passar do tempo, houve o surgimento de inúmeras modalidades de investimento e formas de se investir intentadas a dar aparato ao volume e às expectativas, respectivamente, dos investimentos e dos investidores (ANDREZZO; LIMA, 1999).

No que tange à sua dinâmica, o mercado de capitais pode ser definido como “um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores” (PINHEIRO, 2006, p.135); seu propósito incide especialmente em viabilizar a capitalização das organizações e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

A principal diferença existente entre o mercado financeiro e o mercado de capitais centra-se na ausência do *spread* bancário¹, “o que torna a captação de recursos por empresas mais barata, pois no mercado de capitais a instituição financeira não faz intermediação entre o detentor de recursos e aquele que necessita de financiamento” (TOSCANO JÚNIOR, 2004, p.31), sendo a instituição financeira mera interveniente na operação.

No mercado de capitais brasileiro, ainda segundo Pinheiro (2006), o sistema de prestação e distribuição de serviços é composto por: bancos de investimento e bancos de desenvolvimento; além de empresas de liquidação e custódia de valores; sociedades corretoras e sociedades distribuidoras de valores mobiliários; sendo que todas as negociações realizadas nas bolsas de valores passam pelas sociedades corretoras.

Normalmente, as operações realizadas no mercado de capitais pertencem à modalidade de investimentos denominada: renda variável, em que a rentabilidade dos investimentos é imprevisível, uma vez que depende de inúmeras variáveis; entretanto, operações de investimentos em renda variável não são unânimes neste mercado, já que há possibilidade de realizar operações de renda fixa desde que se tenha a oferta destas, aberta ao público. Neste mercado, também ocorrem operações para financiamento do Ativo Imobilizado, em que as empresas de capital aberto inserem “títulos de participação societária e outros títulos representativos de propriedade, que são remunerados pelos lucros, ou prejuízos, decorrentes da atividade da empresa emissora” (TOSCANO JÚNIOR, 2004, p.31).

¹De forma simplificada, o conceito consagrado pelo mercado considera como ***spread bancário*** a diferença entre a taxa de aplicação e a de captação de recursos entre pessoas físicas e pessoas jurídicas (site Febraban), ou seja, é uma taxa adicional cobrada no mercado financeiro, que pode variar de acordo com a liquidez, o volume do empréstimo, as garantias do tomador e o prazo de resgate (SANDRONI, 1989).

O sistema financeiro dispõe de diversos instrumentos essenciais para o seu funcionamento e desenvolvimento, tais como instituições financeiras que incluem: bancos, companhia seguradoras, fundos mútuos, bolsa de valores, bancos de investimentos, entre outros, regulados pelo governo (MISHKIN, 2000).

Segundo Toscano Júnior (2004), é no mercado financeiro que são realizadas as negociações relacionadas com a atividade bancária; em que os recursos excedentes da economia são encaminhados pelo financiamento de empresas e de pessoas físicas. Complementa-se a isto, o fato das instituições financeiras e dos bancos serem “a engrenagem dos mercados financeiros [sendo que] sem eles, os mercados financeiros não seriam capazes de transferir fundos de pessoas que poupam para pessoas que têm oportunidades de investimento produtivo” (MISHKIN, 2000, p.6).

As Bolsas de Valores são instituições que operam diversos tipos de negociações como títulos e ações, entre outros valores mobiliários, e sua imprescindibilidade nas economias de mercado se dão devido à rapidez da canalização de poupanças para a sua posterior transformação em investimentos. Conforme Toscano Júnior (2004), as Bolsas de Valores possuem como características e cultura a preservação da ética comercial nas negociações e a divulgação de suas operações de forma ágil e detalhada. No Brasil, a BOVESPA representa esse tipo de instituição: “é uma associação civil sem fins lucrativos e pertence às Corretoras de Valores. Cada Corretora Membro é dona de títulos patrimoniais, sendo, portanto, “sócia” da Bolsa”. (BOVESPA). O Novo Mercado da Bovespa, também conhecido como NM, segundo Fortuna (2004),

é um mercado de ações específico, segmentado do atual mercado de ações da Bovespa onde, apenas serão negociadas ações de empresas que se comprometam a atender os padrões das boas práticas de governança corporativa (FORTUNA, 2004, p.478).

Para tanto se tem que a Bovespa, segundo Pinheiro (2006), tem acompanhado tendências internacionais, além de possuir controles capazes de garantir e proteger os clientes que acompanham o mercado, como o sistema do *Circuit Brake*, que interrompe o pregão sempre quando há ocorrência de oscilações bruscas nos preços das ações.

Uma breve descrição do mercado financeiro, de maneira geral, e do mercado de capitais em específico, seu papel na economia, bem como as instituições que o constituem e sua dinâmica enquanto mecanismos de gestão ou negociação de investimentos permite entender melhor quais as fontes que investidores, sejam pessoas físicas ou empresas, podem recorrer para fazer seus investimentos.

2.2 TIPOS DE INVESTIMENTOS

De maneira geral, os investimentos podem ser em renda fixa e/ou renda variável. De acordo com as perspectivas de Assaf Neto (2003), os títulos de renda fixa são bônus representativos de contratações de empréstimos por parte das empresas, os quais visam pagar a seus financiadores determinado rendimento, ou seja, “nada mais são do que notas promissórias emitidas sem garantias reais que pagam juros periódicos a seus proprietários, ou determinado montante fixo ao final do prazo de emissão” (ASSAF, 2003, p.203).

De modo geral, os fundos de investimentos conforme Toscano Júnior (2004) se configuram em uma modalidade de aplicação financeira pela qual um investidor aplica um montante junto a outros investidores por meio de uma aplicação coletiva, a fim de obter um rendimento melhor do que em uma aplicação individual. Para ele, os fundos em questão são administrados “por um profissional autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que aplica os recursos dos investidores em uma carteira que pode ser formada por títulos de renda fixa, títulos de renda variável ou uma combinação das duas modalidades” (TOSCANO

JÚNIOR. 2004, p.67). Esses mesmos recursos são convertidos em cotas, que por sua vez, valorizam-se ou desvalorizam-se diariamente, de acordo com a performance dos papéis que compõem a carteira.

Para fins de exemplificação e melhor compreensão, como ilustra o site InfoMoney, um título de renda fixa pode ser entendido como um empréstimo, ao passo que a cada compra, o investidor estará emprestando dinheiro ao emissor do título, o qual pode ser uma empresa, o governo e até mesmo um banco.

Os fundos de investimentos em renda variável, segundo Fortuna (2004), iniciaram a partir de um Fundo Mútuo de Investimento em Ações, o FMIA², que seria um fundo aberto aos investidores que se sentiam atraídos pelo mercado de ações, entretanto não possuíam tempo ou conhecimento, mas ainda almejavam por alternativas de investimentos. Neste fundo, os participantes investiam com maior comodidade e segurança, o que garantia maior tranquilidade e riscos amenos, visto que a carteira de um fundo de ações é diversificada. Posteriormente, ainda segundo Fortuna (2004), surgiu o Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre (FMIA – CL), em que detinha de alternativas de concentração de aplicações em operações de maior risco, uma maior flexibilidade maior do FMIA comum; entretanto, havia maior possibilidade de alcançar maiores ganhos e/ou perdas. Atualmente³, tem-se novas regras para:

a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários – FITVM; a composição e diversificação de suas carteiras; as características dos fundos de investimentos em cotas FITVM e; suas demonstrações contábeis [...] os FMIA e FMIA-CL deixaram de ter diferenças entre si e passaram a se constituir, unicamente na forma de FITM, com no mínimo de 51% de sua carteira aplicados em renda variável (FORTUNA, 2004, p.389).

Sendo assim, se têm como elementos principais dos investimentos em renda variável, as ações, que de acordo com Assaf Neto (2003), são títulos nominativos negociáveis que representam a menor parcela de uma empresa, mais especificamente, de uma sociedade anônima. Ou seja, são títulos referentes a uma parte do capital social de uma empresa que decide emití-las; e por serem consideradas certificados ou títulos de propriedade, o acionista, aquele que as adquire, passa a ser proprietário de uma parcela de uma empresa, proporcionalmente ao número de ações que detém, tornando-se portanto, coproprietário. (PINHEIRO, 2006).

Assaf Neto (2000) aponta que as ações podem assumir três espécies, que se diferenciarão conforme a natureza dos direitos e vantagens conferidos a seus titulares. São elas: ordinárias; preferenciais; e de fruição ou gozo, sendo que este trabalho atentar-se-á às duas primeiras.

Segundo Assaf Neto (2003), as ações ordinárias têm como principal característica o direito de voto, que auferido ao acionista o direito de influir em diversas decisões da organização. Como acrescenta Pinheiro (2006), nessa classe de ações os acionistas gozam da administração e do controle da organização, uma vez que participam das decisões, lucros e risco dos negócios, sendo que o peso do seu voto corresponde à quantidade de ações que possuem, o que vem a influenciar diretamente os resultados financeiros e destino da mesma, com isso

convém lembrar, no entanto, que, como um assunto prático, em muitas empresas os principais acionistas constituem toda ou a maioria da junta de diretores e, em tais circunstâncias, controlam o negócio. Entre nós, as ações preferenciais têm preponderado nos financiamentos recentes, e uma das razões para isso, está no fato

² FMIA – regulamentado pela instrução CVM 215, de 06/06/1994.

³ Em 05/05/1999 a CVM através de suas Instruções 302, 303, 304, 305 e 308, logo após complementada pelas instruções 326, 329, 336, 338, estabelece novas regras.

de que um dos atuais portadores de ações ordinárias, frequentemente, opõe-se à diluição do seu poder de voto. (PINHEIRO, 2006, p.146).

As ações preferenciais segundo Assaf Neto (2003), apesar de não atribuir ao seu titular direito de voto, possuem algumas preferências como: recebimento de dividendos priorizado, geralmente num percentual mais elevado que o da ordinária; e prioridade de reembolso na hipótese de dissolução da empresa.

2.3 GESTÃO DE INVESTIMENTOS: FINANÇAS TRADICIONAL, MODERNA E COMPORTAMENTAL

Como comenta Ellis (2000), todos que decidem abster-se do consumo ou do prazer presente, momentâneo, a fim de desfrutá-los com maior intensidade no futuro, se interessam por investimentos. Para ele, “o investimento não é uma progressão suave e encantadora para a riqueza: é uma entrada acidentada e requer persistência e constância de objetivos”. (ELLIS, 2000, p.15).

Portanto, esta decisão é suficientemente sinuosa, requerendo constantemente persistência e consistência de objetivos, e para isso, faz-se necessário o conhecimento da composição do investimento e do mercado onde se deseja investir. (ELLIS, 2000).

O trabalho do gestor de investimentos se concentra, basicamente, em analisar e decidir sobre os tipos de investimento ou financiamento que uma organização deve tomar (BREALEY e MYERS, 1992, p.5), e um dos mecanismos utilizados para tal fim é a avaliação de investimentos.

Damodaran (1997) ao tratar da avaliação e gestão de investimentos, argumenta que o papel desempenhado pela avaliação de investimentos em uma gestão de carteiras é, em sua maior parte, determinado pela filosofia de investimento que cada o investidor ou gestor adota. E que tal avaliação “representa um papel mínimo na gestão da carteira de um investidor passivo, embora desempenhe um papel grande para um investidor ativo. [Mas,] mesmo entre os investidores ativos, a natureza e o papel da avaliação são diferentes para diferentes tipos de investimentos” (DAMODARAN, 1997, p.5).

De acordo com Macedo Júnior (2003), inúmeras são as tentativas de entender e direcionar a gestão de investimentos, sendo os estudos teóricos como as finanças tradicionais, modernas e comportamentais grandes contribuintes para tal. A abordagem das finanças comportamentais, ainda segundo o autor, é a mais recente, porém não menos importante, visto que tem sido capaz de contribuir, significativamente, para se traçar os perfis dos investidores, os quais serão caracterizados, neste trabalho, pelos gestores financeiros das empresas. O quadro 1 apresenta um resumo dessas abordagens, quanto ao seu surgimento (nascimento), e quanto à forma como considera o homem e o mercado.

Quadro 1: Distinções entre as Teorias de Finanças

	FINANÇAS TRADICIONAIS	FINANÇAS MODERNAS	FINANÇAS COMPORTAMENTAIS
Nascimento	dentro do Mercado – na prática	dentro da Academia – na área de finanças	consequente das 2 Teorias anteriores – área de psicologia
Mercado	Previsível	Eficiente	Anômalo
Homem	Não racional	Econômico/Racional	Normal – Passível de Erros

O estudo de finanças na teoria tradicional, segundo Macedo Júnior. (2003) consiste na formação de portfólios que venham a dar um retorno acima da média do mercado, sendo que os profissionais que cuidam para que isso venha a ocorrer são chamados de investidores ativos, e se dividem em duas categorias: “os observadores de mercado *“market timers”* e os selecionadores de títulos *“stock picking”* (DAMODARAN, 1997 *apud* MACEDO Jr. 2003):

Os observadores de mercado confiam em sua habilidade de prever a direção dos mercados financeiros. São chamados de analistas técnicos ou analistas gráficos. O analista técnico tem como instrumento de trabalho séries históricas de preços, que permitem traçar gráficos e projetar o comportamento da massa de investidores.

Os selecionadores de títulos acreditam que suas habilidades se concentram em encontrar títulos sub ou sob-avaliados. Os selecionadores de títulos são chamados de analistas fundamentalistas e seus instrumentos básicos de trabalho são as demonstrações contábeis e os planos de investimento da empresa e do setor em que elas atuam. (DAMODARAN, 1997, p.5 apud MACEDO JÚNIOR, 2003, p.24)

Segundo Pinheiro (2006), a análise fundamentalista se faz por meio de avaliação de tópicos que se relacionam com o desempenho da empresa, podendo antecipar algumas de suas perspectivas, ou seja, estuda a respeito das informações, partindo do passado para prever o futuro. “o analista fundamentalista acredita que muitas vezes o mercado não avalia corretamente as empresas e assim ele debruça sobre os dados contábeis das empresas para enxergar aquelas que não estejam sendo negociadas por um valor justo”. (MACEDO, 2003, p.26)

Já a análise técnica se forma através de estudos de movimentos passados de preços e do volume dos ativos negociados com a intenção de se prever o futuro comportamento dos preços (PINHEIRO, 2006). Macedo (2003) entende que os analistas técnicos levam em conta todas as informações, séries e sequencias dos preços de um ativo para que se possa fazer uma projeção mais próxima da realidade futura.

Conforme a opinião de Macedo (2003), mesmo que haja diferenças e divergências entre a análise técnica e fundamentalista; ambas possuem um objetivo em comum: a formação de carteiras que possibilitem rendimento maior que a média do mercado. Além desta congruência, ambas defendem a concentração de investimento, em detrimento à diversificação dos mesmos.

A respeito da diversificação de carteiras, Loeb (1935, p.18 apud Macedo Jr., 2003) considera que “uma vez que você obtenha confiança, a diversificação é indesejável. Diversificação é uma admissão de quem não sabe o que fazer e um esforço para ter uma performance média”. Nas palavras de Loeb (apud MACEDO, 2003, p.27), “o bom investidor deveria ter uma atitude especulativa e procurar encontrar opções de investimentos que rendessem acima da média do mercado”.

Kritzman (2000, p.55) define a diversificação no tempo como sendo “a noção que os retornos acima da média tendem a compensar aqueles que estão abaixo em um período de tempo longo”. Nesse sentido, Bernstein (2000) faz um comentário sobre a diversificação de tempo da seguinte maneira:

os investidores diversificam porque nunca sabem qual é a melhor oportunidade entre as escolhas que terão de enfrentar. Esta incerteza aplica-se aos valores mobiliários individuais, tipos de ativos e períodos nos quais eles investem. Visto que os investidores não podem saber qual é o melhor período, eles investem em vários períodos. Dessa forma, eles se sentem mais a vontade investindo em aplicações de risco em longo prazo do que a curto” (BERNSTEIN, 2000, p.55-56).

A compreensão das técnicas e políticas de investimentos contribui para o fornecimento de suportes na escolha por um determinado tipo de investimento, que pode ser em renda fixa ou em renda variável.

De acordo com Macedo Júnior (2003), a principal crítica à Teoria Tradicional é o fato que, tanto os analistas técnicos quanto os fundamentalistas, utilizam informações do passado para tentar prever o futuro, já que os analistas técnicos consideram que os preços são a melhor indicação para alcançar os preços futuros; e os analistas fundamentalistas projetam resultados futuros como o lucro da empresa, por exemplo, com base em dados anteriores da organização.

A segunda crítica se dá pelo argumento de que não existem provas consistentes de que possa haver uma constante rentabilidade superior a do mercado (MACEDO, 2003). Segundo os críticos, devido à abordagem das finanças tradicionais ter nascido no dia-a-dia do mercado, a mesma carece de uma estrutura teórica concreta; diferentemente da abordagem posterior a ela, das finanças modernas, que nasce no meio acadêmico.

As finanças modernas tomam como pressupostos que os mercados são eficientes e os agentes econômicos, racionais. Na década de 1940, entendida como época das finanças tradicionais, os grandes economistas faziam uso da irracionalidade e de aspectos da psicologia em suas teorias; entretanto, após a guerra, o ser humano passou a ser considerado como o homem econômico racional, e os especialistas passaram a fazer forte uso da matemática na economia, dando base para o nascimento da teoria da racionalidade. Além disso, com o surgimento da teoria do comportamento do consumidor e com a teoria dos jogos, tornou-se mais fácil entender como o investidor se comporta diante dos investimentos disponíveis. (MACEDO, 2003)

Ainda, a abordagem moderna de finanças possibilitou aos investidores inúmeras ferramentas intentadas a minimizar o risco para determinado retorno esperado ou maximizar o retorno das aplicações para certo nível de risco desejado. (DECOURT; ACCORSI, 2005).

Algumas definições ilustram o pressuposto das finanças modernas que considera o mercado como sendo eficiente. Fama (1970) o sistematizou e o definiu como “um mercado no qual os preços dos ativos sempre reflitam completamente todas as informações disponíveis” (FAMA, 1970, p.383 *apud* MACEDO, 2003, p.38); nas palavras de Damodaran (1999, p.184): “um mercado eficiente é aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não tendenciosa do valor real do investimento”.

O fato de constatar tendências, em alguns momentos, nos preços de certos ativos, levou à uma revisão do princípio da eficiência do mercado (ROSEFF e KINNEY, 1976; FAMA e FRENCH, 1992; COSTA, 1993 *apud* MACEDO, 2003).

Consoante a esse fato Damodaran (1999), coloca o dilema da eficiência do mercado financeiro: caso fosse eficiente, o preço de mercado forneceria a melhor estimativa de valor, a avaliação de investimentos permearia em justificar o preço de mercado; caso contrário, o preço do mesmo se desviaria do valor real, e o processo de avaliação tentaria obter uma estimativa razoável deste valor.

Outra crítica à abordagem das finanças modernas diz respeito aos testes de racionalidade aplicados aos tomadores de decisão. Simon (1957 *apud* Macedo, 2003) detectou que os humanos antes de tomar uma decisão, não analisam todas as alternativas, descartando uma alternativa ótima assim que se depara com uma satisfatória, contrariando assim, o pressuposto de comparar e ordenar todas as alternativas de investimentos antes de qualquer decisão.

Corroborando essa crítica, Kahneman e Tversky (1979, *apud* Macedo, 2003) demonstraram que os humanos tendem a simplificar o processo de decisão, fazendo uso de “atalhos mentais”, que segundo eles podem prejudicar a tomada de decisão, repercutindo em consequências drásticas e sistemáticas, como um otimismo exagerado. De acordo com Haugen (2000, *apud* Macedo, 2000), as finanças modernas estão cedendo e tem surgido as finanças comportamentais.

O estudo relativo às finanças comportamentais se mostra fundamental para que se encontrem os motivos que levam um investidor a optar por um investimento. Para Bernstein (2000), o processo de investimento se inicia a partir do investidor, nesse sentido, ao tomar decisões sobre carteiras a se investir, ou mais especificamente, sobre o tipo de investimento a ser feito, é necessário indagar e perceber as necessidades e preferências desse investidor, que o autor entende como sendo: as atitudes, as limitações, as necessidades financeiras, a situação dos impostos, e a relação ao risco.

Ao se analisar os motivos que induzem um indivíduo a optar por uma coisa ou outra, ou seja, a tomar uma decisão, faz-se importante o conhecimento das características pertinentes ao processo decisório, abordado por Simon (1979). O autor afirma que grande parte do comportamento do indivíduo se orienta no sentido de metas e objetivos. Para ele, “cada decisão envolve a seleção de uma meta, e de um comportamento por ela relacionado. A meta pode, por seu turno, ser apenas estágio intermediário para um fim ainda mais distante, assim por diante, até que o objetivo final seja alcançado”. (1979, p.4-5)

Para Thaler (1999 *apud* Decourt e Accorsi, 2005), os investidores nem sempre tomam decisões financeiras de modo racional, observando todas as alternativas possíveis. Com isso, o desconhecimento do real processo de tomada de decisão na área financeira pode prejudicar de maneira perigosa os atuais mecanismos de gestão do risco.

Na opinião de Simon (1979), o comportamento dos indivíduos geralmente se orienta por motivo econômico; não obstante, para outras pessoas, este ganho econômico não se perfaz neste fim por si só, mas em um meio de obter algo transcendental a ele, exemplificado pelo autor como segurança, conforto e prestígio.

Partindo pelo ponto de vista das finanças modernas considera-se os mercados financeiros como eficientes. E de acordo com Macedo (2003) um dos pressupostos do mercado eficiente é o agir racional dos agentes econômicos, uma vez que os mesmos obedecem aos axiomas da teoria da utilidade esperada.

racionalidade significa que se usam as informações disponíveis de um modo lógico e sistemático para fazer escolhas ótimas, das alternativas de que dispõem os que decidem e os objetivos a serem alcançados. [Além disso,] também indica que as decisões são tomadas levando em conta as consequências futuras das decisões atuais. Em outras palavras, admite-se que incentivos extrínsecos amoldam o comportamento econômico (MACEDO, 2003, p.44).

Conforme a teoria da utilidade esperada, segundo Macedo (2003), o comportamento do mercado está atrelado por incentivos materiais, sendo que as decisões econômicas são constantemente articuladas pelo egoísmo e pela racionalidade. Entende-se que um investidor ao agir irracionalmente é expelido deste mercado concomitantemente com a inserção de investidores racionais que disputam com o primeiro os lucros provenientes do mercado em questão.

De acordo com Araújo e Silva (2006), no processo decisório existem desvios, chamados também de anomalias ou vieses, e que veem servir de confronto para alguns pressupostos das teorias econômicas, como: o mercado eficiente e a racionalidade do investidor. Este confronto procura explicar de maneira mais concisa as anomalias e bolhas inerentes ao mercado financeiro. Sendo assim, os estudos das finanças comportamentais surgiram com a intenção de enquadrar os estudos econômicos e financeiros atrelados ao comportamento humano, tendo como base a natureza humana e aceitando o fato de que os agentes econômicos são suscetíveis a erros e a ações irracionais.

Ao longo desse tópico discorreu-se sobre as abordagens financeiras e suas maneiras de entender o investidor. Essa referencial ajudou a fazer sentido de quais elementos estão presentes influenciando a gestão de investimentos em empresas maringenses de grande porte.

3. METODOLOGIA

Neste trabalho utilizou-se pesquisa exploratória e descritiva. A justificativa do uso da pesquisa exploratória seria o fato deste tipo de pesquisa proporcionar maior esclarecimento do tema a ser analisado. De acordo com o entendimento de Gil (1999), as pesquisas exploratórias possuem como objetivo uma visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato a

fim de que se tenha um esclarecimento, um desenvolvimento ou até mesmo uma modificação de conceitos e ideias. Ainda conforme Gil (1994), em se tratando de pesquisa descritiva, esta procura descrever as características de certo fenômeno ou em estabelecer relações entre as variáveis analisadas e, além disso, possui como preocupação fundamental identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos.

De natureza qualitativa, essa pesquisa utilizou o delineamento da pesquisa de campo, utilizando dados primários conseguidos com entrevistas semi-estruturadas de acordo com Marconi e Lakatos (2006).

A população da pesquisa consistiu de empresas maringaenses, independentemente do ramo de atuação. Sendo que a escolha da amostra se fez por julgamento. O critério de julgamento levou em consideração o faturamento anual das empresas. A seleção das empresas foi realizada por meio de telefonemas em que se procurou obter informações sobre o faturamento anual de cada uma. A princípio, foram contatadas 20 empresas, e destas, 13 se adequavam aos requisitos: faturamento anual superior a 5 milhões de reais e estar localizada na cidade de Maringá.

O motivo da limitação do faturamento em 5 milhões de reais é de que se pressupôs que empresas com faturamento acima deste valor possam vir a ter capacidade de investir no mercado financeiro. Das 13 empresas maringaenses que possuíam faturamento acima do patamar pretendido, 8 aderiram à pesquisa. Sendo assim, a amostragem da pesquisa se fez por adesão.

A pesquisa de campo foi realizada em empresas localizadas na cidade de Maringá, com áreas de atuação diversas através de entrevista com responsável pelo departamento financeiro, sendo 7 delas aplicadas aos gerentes financeiros, e 1 delas ao diretor-sócio. A Tabela 1 mostra a caracterização das empresas pesquisadas, sua área de atuação, faturamento, número de empregados e tempo de atuação no mercado.

Tabela 1 – Caracterização das empresas

Empresa	Produtos e/ou Serviços	Área de Atuação	Faturamento Anual - 2006	Nº Empregados	Tempo de atuação
P	Produtos	Agropecuária	Acima de 67 Milhões	46	Mais de 20 anos
V	Produtos e Serviços	Comunicação e Visual	Acima de 54 Milhões	265	Mais de 20 anos
B	Serviços	Tecnologia da Informação	Acima de 7 Milhões	54	10 anos
I	Produtos	Eletrônica	Acima de 14 Milhões	55	31 anos
M	Serviços	Transporte de Cargas	Acima de 56 Milhões	107	37 anos
Z	Produtos	Diversas	Acima de 16 Milhões	47	26 anos
F	Produtos	Agrícola	Acima de 20 Milhões	11	18 anos
D	Produtos	Alimentícia	Acima de 7 Milhões	102	19 nos

4. APRESENTAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

No intuito de caracterizar empresas de grande porte maringaenses quanto à gestão de investimentos, chegou-se aos resultados que aqui são descritos.

De início, no que tange à gestão propriamente dita, apesar de todas as empresas entrevistadas possuíam departamento específico para área de finanças, e de todos os entrevistados mencionarem que a empresa possuiria um gestor financeiro, o mesmo não cuida de forma

específica das questões relacionadas a investimento somente, mas sim da atividade financeira como um todo. Com isso, pode-se constatar que o gestor financeiro corresponde ao próprio gerente financeiro, pois a gestão de investimento não é o foco principal das 8 empresas pesquisadas, fazendo com que o ato de investir no mercado financeiro seja uma consequência do próprio negócio. Alguns fatos colaboram para essa realidade observada nas empresas pesquisadas.

No que se refere ao fato de investir ou não no mercado financeiro, cinco empresas entrevistadas afirmaram realizar algum tipo de investimento desta espécie, uma delas o fazia de forma bastante esporádica, as duas restantes afirmaram não realizar investimentos no mercado financeiro.

No tocante aos tipos de investimentos no mercado financeiro, procurou-se averiguar de forma separada os tipos de investimentos em Renda Fixa dos tipos de investimento em Renda Variável, assim como os motivos que levam as empresas a realizá-los.

Quanto ao tipo de investimento em renda fixa, dentre as empresas entrevistadas, o investimento em CDB se mostrou o preferido por quatro das cinco empresas que realizavam investimento, ou seja, 80% delas; entretanto, além de investimento em CDB, outros são os tipos de investimentos realizados, como: Fundos em geral e Fundos DI, sinalizados por duas delas; e LTN (Letras do Tesouro Nacional – taxa pré-fixada) encontrada como investimento em apenas uma organização.

Quanto a renda variável, de um total de 5 empresas que realizam investimentos no mercado financeiro, somente 2 delas optam por investir em Renda Variável, sendo que os investimentos da empresa (P) mostraram-se bastante diversificados ao fazer uso de: Commodities junto à BM&F, Dólar – Swap, e Debêntures; já a outra empresa, aplica em uma Carteira de Ações Multimercado, porém, assegurada pelo banco com a qual contratou, caso haja prejuízo referente ao valor aplicado o seguro a protege, minimizando dessa forma, o elevado risco advindo deste tipo de investimento.

A pesquisa procurou saber quais os critérios que os gestores financeiros das empresas maringenses utilizam para tomadas de decisões no mercado financeiro. Nas respostas das duas primeiras empresas entrevistadas (P) e (V), as mesmas consideram critérios preterindo a rentabilidade quando estes possam vir a ser mais vantajosos, como: parcerias e reciprocidade. Já, três delas analisam o investimento mais rentável para decidir sobre qual aplicar, além de outros não menos importantes, como: necessidade da empresa; liquidez e viabilidade econômica.

Houve a preocupação em saber se existe ou não uma política pré-estabelecida para se tomar uma decisão a respeito das aplicações a serem realizadas. Constatou-se que 100% das empresas que fazem aplicações, afirmam possuir uma política para este tipo de investimento, sendo que 3 delas (60%) relatam que as aplicações são feitas caso haja sobra de capital no fluxo de caixa da respectiva empresa; já outra diz que a política utilizada depende constantemente do mercado - o qual é imprevisível – mas que geralmente adotam uma política protecionista para reserva e proteção. No caso de investimento em renda fixa, 3 das 5 fazem cotações com pelos menos 3 bancos antes de fazê-lo.

A maioria das empresas faz do próprio banco uma ferramenta para o investimento ao procurar as carteiras que os mesmos oferecem; três delas se utilizam da análise histórica dos fundos, da análise das oscilações em gráficos, ou seja, análise técnica, abordada pelo referencial teórico deste trabalho; outras três utilizam-se de sites específicos de finanças para buscar informações; e apenas 1 a procura em revistas; 1 das empresas detém de um programa específico para a análise do Dólar, o qual é integrado diretamente com a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa – programa este, chamado BrudCash, que entretanto não fazem uso de especulações.

Quanto aos motivos que levam ao investimento em renda fixa o principal foi o fato da segurança que o investimento em renda fixa proporciona. O segundo motivo mais comentado foi a liquidez imediata da maioria dos investimentos desse tipo; esse motivos refletem a racionalidade dos finanças tradicionais ou modernas.

Nas duas organizações que faziam uso de aplicações em renda variável, o faziam por conta das peculiaridades inerentes de seus respectivos ramos de atividades. A primeira se utilizava do Swap e Câmbio/Dólar, pois 90% de sua matéria-prima são importadas, então a faz com a finalidade de reserva e proteção; quanto às Debêntures, se deu como uma forma de experimento e diversificação; e quanto às Commodities na BM&F, como forma de estratégia comercial nas entressafras, visto que o ramo da empresa está fortemente ligado a tipos de insumos, como a soja. A outra empresa fez uso de aplicações em Carteiras de Ações – Multimercado com o intuito de diversificar seus investimentos, justificando tal diversificação por ser uma empresa voltada ao setor de serviços, não necessitando manter recursos em matérias-primas.

Além dos motivos que levavam as empresas a investir em renda fixa e/ou variável, verificou-se os motivos que levavam elas a não investirem em renda fixa. Houve unanimidade dos entrevistados ao comentarem sobre a inviabilidade de investir no mercado financeiro frente à necessidade de investir na própria empresa, no próprio negócio, até mesmo pelas empresas que fazem uso de investimentos.

Isto demonstra a constante preocupação na manutenção de seu foco principal: o próprio negócio. Em duas das três empresas que não investiam, o motivo do não investimento se fez pelo fato das mesmas serem tomadoras de recursos e não disporem de recursos financeiros suficientes para este tipo de investimento. Sendo que a terceira, apesar de deter de recursos para tal, não o faz devido à alta tributação junto ao baixo rendimento, pois assim como as outras oito, considerava mais interessante injetar dinheiro no giro da empresa a aplicar no mercado financeiro.

Quanto aos motivos que levam ao não investimento em renda variável, o principal foi o risco; em segundo lugar a inviabilidade consequente deste risco; e em terceiro lugar o não interesse por ocasionar a fuga do foco principal: investimento no próprio negócio.

Quando indagados sobre os fatores que influenciam a tomada de decisão sobre investimentos no mercado financeiro, houve citações similares às encontradas quando se abordou os motivos, sendo eles: rendimento; reciprocidade; liquidez; alta tributação; custo de oportunidade em incrementar outro tipo de investimento da empresa ou até mesmo nos próprios clientes, incerteza; medo da perda; receio sobre as imprevisibilidades e possibilidade de ganho financeiro.

No tocante aos investimentos no mercado financeiro, percebeu-se um interesse secundário no que diz respeito ao investimento no mercado financeiro apontado pela totalidade das empresas entrevistadas, isto é, todos os gestores entrevistados rechaçaram o investimento no mercado financeiro: que é a busca de retornos a partir de investimentos; e ressaltaram investimentos no próprio negócio. Entretanto, apontaram outros motivos pelos investimentos no mercado em questão, como: garantia, parceria, proteção, reserva e reciprocidade comercial; o que desvirtua a finalidade principal dos investimentos, sem deixar de ser relevantes os motivos “secundários”.

5. CONCLUSÃO

O crescimento dos mercados de capitais sustenta a possibilidade de os investidores potencializarem suas economias, bem como, permitem às empresas diversificar os seus investimentos em ativos. Os dois grupos de investimento, em renda fixa e renda variável são os promotores de tais possibilidades, via as instituições de mercado financeiro e de capitais.

Contudo, investir é uma decisão complexa. Entender como tal decisão se dá, em termos do comportamento que orienta seu tomador, tem sido o alvo de pesquisa da área de finanças ao longo dos anos.

O desenvolvimento de diferentes abordagens, com suas próprias perspectivas sobre elementos envolvidos nessa decisão, o homem e o mercado, e seus comportamentos, é ilustrada pelas finanças tradicionais, finanças modernas e finanças comportamentais. A gestão de investimentos é uma área dentro da disciplina de finanças que se preocupa com essa problemática e com essas diversas abordagens.

Considerando a problemática de quais os elementos explicativos da gestão de investimentos em grandes empresas, incorreu-se na tentativa, neste trabalho, de caracterizar a gestão de investimentos em grandes empresas maringuaenses.

A quantidade de empresas que aderiram à pesquisa impossibilita a afirmação de uma conclusão generalizada às empresas maringuaenses; contudo, permite observar, com base nos dados das empresas pesquisadas, que: apesar das empresas deterem de um departamento financeiro, o gerente deste departamento não cuida de forma específica das questões relacionadas a investimentos, mas das atividades financeiras como um todo, sendo o ato de investir uma das atividades desempenhadas pelo departamento. No que se refere ao fato de investir ou não no mercado financeiro, pode-se constatar que nem todas as empresas optam em investir, por razões diversas, destacando-se a insuficiência de recursos.

No tocante aos tipos de investimentos, pode-se observar a preferência pelo investimento em renda fixa, o que demonstra o perfil conservador da totalidade das empresas, fato que pode ser percebido diante das entrevistas, em especial, dos fatores de influência citados, como: risco e incerteza. Por consequência disto, pode-se verificar também que o investimento em renda variável não é valorizado devido ao risco que apresenta, além do fato de ser utilizado por apenas duas empresas como forma de diversificação e por razões próprias ao qual alguns negócios estão submetidos.

Diante do desenvolvimento deste trabalho, pode-se constatar que as empresas possuíam como foco principal o negócio em que estão inseridas, sendo o investimento no mercado financeiro, mera consequência das atividades financeiras de algumas das empresas.

Quanto aos motivos e fatores de influência que levaram ao investimento no mercado financeiro, em especial ao de renda fixa, foi encontrada relativa variedade, sendo muitos deles previstos pelo referencial teórico tradicional, como: liquidez, incerteza, risco, retorno, entre outros; contudo, houve a descoberta de novas categorias – abordadas pelas bases teóricas comportamentais – como: reciprocidade comercial e parceira. Outro fator interessante consiste no fato de que algumas empresas preteriram a rentabilidade em preferência à reciprocidade comercial e à parceria tidas com os bancos.

O estudo mostrou também que o banco é o principal, senão o único intermediário das empresas em relação às transações efetuadas no mercado financeiro, com exceção de uma das empresas que possui Letras do Tesouro Nacional diretamente com o Tesouro Nacional. Tem-se com isso, uma informação interessante para o uso dos bancos na intenção de aproximar o relacionamento com as empresas.

Quanto às ferramentas utilizadas para a escolha dos investimentos no mercado financeiro, se observou tanto as apontadas pela análise técnica (análise de oscilação de gráficos) quanto as abordadas pela análise fundamentalista (análise histórica das empresas pertencentes aos fundos), ambas as análises fundamentadas na abordagem tradicional de finanças. Entretanto, pode-se constatar que as ferramentas mais utilizadas incorrem nas usadas pelos bancos, uma vez que eles são os principais intermediários entre as organizações e o mercado financeiro.

E por fim, reportando-se à pergunta central desse estudo, representada no problema da pesquisa, pode-se interpretar que os motivos que são considerados na escolha dos tipos de investimentos do mercado financeiro concentram-se tanto em fatores racionais quanto

comportamentais. O fator econômico se mostrou importante na decisão de investir ou não no mercado financeiro devido, respectivamente, à reserva ou à insuficiência de recursos. Pode-se notar também que houve uma relação entre a lucratividade das empresas e a diversidade de investimentos que elas possuem, pois quanto mais lucrativas, mais reservas de ativos elas possuem, mais diferenciados foram os tipos de investimentos que procuraram. Sendo o contrário, recíproco, visto que a insuficiência, ou pouca suficiência de recursos acarretou poucos tipos de investimentos, quando não, a inexistência deles.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF Neto, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- ELLIS, Charles D. In: BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produto e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas 1999.
- KRITZMAN, Von. In: BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- MACEDO JÚNIOR, Jurandir. **Teoria do Prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimento**. Florianópolis, 2003. Disponível em <http://www.tede.ufsc.br/teses/PEPS3749.pdf>. Acesso em 05/07/2007.
- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 2006.
- MISHKIN. In: BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2006.
- SANDRONI, Paulo. **Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1989.
- TOSCANO JR, Luis Carlos. **Guia de Referência para o Mercado Financeiro (SEBRAE)**. São Paulo: Edições Inteligentes, 2004.
- COMO FUNCIONA o mercado de renda fixa. In: **Guia Info Money**. Disponível em <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=368197>. Acesso em 18/05/2007.