

# Administração Financeira II

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle

Departamento de Contabilidade  
FEARP - USP

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, Administração Financeira,  
McGraw Hill.

(aula gravada em Setembro de 2020)

# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP

# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP

# As decisões financeiras ...

e a agregação de valor

---

Nossa disciplina: as decisões de investimento e de financiamento das empresas não financeiras.

- objetivo das decisões financeiras: agregar valor; maximizar valor; ...
- O método de análise: VPL
- Criação de valor: projetos com  $VPL > 0$
- Principal ponto para refletirmos nesta aula:
  - a empresa consegue trazer valor nos seus investimentos? E nos seus financiamentos?

# As decisões financeiras **de Investimentos**

e a agregação de valor

---

Criação de valor: projetos com  $VPL > 0$

No mundo real, não é sempre fácil. Para criar valor a partir das **decisões de Investimentos** (orçamento de capital), a empresa deveria:

- localizar demanda insatisfeita ...;
- criar barreiras à entrada ...;
- produzir a um preço mais baixo ...;
- ser a primeira a desenvolver um novo produto; ...

# As decisões financeiras **de Financiamento**

e a agregação de valor

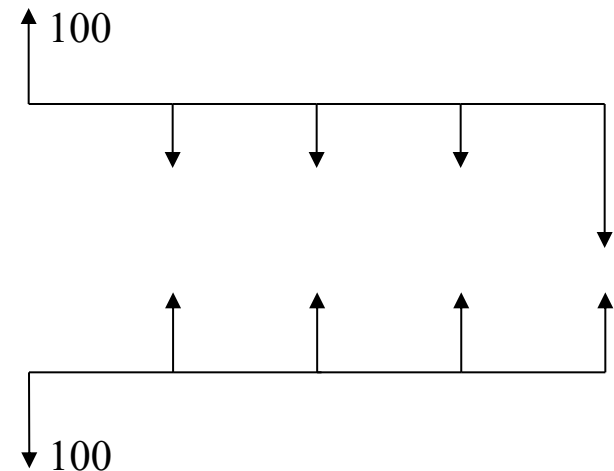
---

E as **decisões de financiamento**, podem criar valor?

Metodologicamente, deve-se utilizar o próprio VPL como ferramenta.

Financiamento:

Investimento:

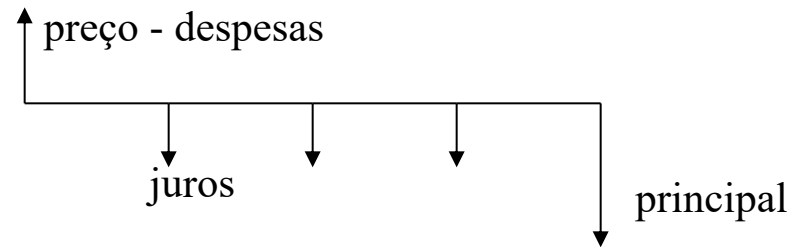


# As decisões financeiras de **Financiamento**

e a agregação de valor

---

Financiamento:



$$VPL = Captado - \frac{FC}{(1+i_{op})} - \dots - \frac{FC_n}{(1+i_{op})^n}$$

$i_{op}$ : custo de oportunidade = % DI ou DI + X%

# As decisões financeiras **de Financiamento**

e a agregação de valor

---

Ross, Westerfield, Jaffe & Lamb citam “três maneiras de criar oportunidades valiosas de financiamento:

1) “enganar investidores”

empacotamento de vários títulos

(operações estruturadas, duplo indexador.)

(E os custos de estruturação?)



# As decisões financeiras **de Financiamento**

e a agregação de valor

---

Ross, Westerfield, Jaffe & Lamb citam “três maneiras de criar oportunidades valiosas de financiamento:

2) redução de custos ou aumento de subsídios;

BNDES e Crédito Rural

Títulos do Agronegócio (LCA, CDCA, CRA)

Determinadas Debêntures (Incentivadas)

(E os custos das estruturas e das contrapartidas?)

# As decisões financeiras **de Financiamento**

e a agregação de valor

---

Ross, Westerfield, Jaffe & Lamb citam “três maneiras de criar oportunidades valiosas de financiamento:

3) criação de novos títulos

títulos com opções (ex.: Copene)

(“duplo indexador”)

(LCA, CDCA, CRA, CRI ...)

# As decisões financeiras **de Financiamento**

e a agregação de valor **em Mercados Eficientes**

---

Ross, Westerfield, Jaffe & Lamb

“se os mercados de capitais são eficientes, os gestores não podem criar valor enganando os investidores ...”

# A definição de mercados eficientes

---

“um mercado de capital eficiente para negociar com ações é aquele em que o preço das ações [dos títulos, dos ativos, em geral] reflete inteiramente as informações disponíveis sobre os valores implícitos da ação [dos títulos, dos ativos, em geral].”

Num mercado eficiente, os preços das ações deveriam se ajustar rapidamente a uma nova informação.

# A hipótese de mercados eficientes

e suas causas

---

As condições que causam a eficiência do mercado são:

- racionalidade;
- desvios da racionalidade são independentes; e
- arbitragem
  - “amadores irracionais e profissionais racionais”

# A hipótese de mercados eficientes

e suas consequências

---

A hipótese dos mercados eficientes tem consequências para investidores e empresas:

-“os preços se ajustam antes que o investidor tenha tempo para negociar com base na informação”;

-“as empresas deveriam receber valores justos pelos títulos que emitem. Justo significa que o preço que elas recebem por emitir os títulos é o valor presente”. (ou seja, não há VPL.)

# A hipótese de mercados eficientes

e suas formas

---

As formas da eficiência do mercado são:

-fraca (os preços incorporam as informações de preços passados. Os preços seguem um caminho aleatório.)

-semi-forte (os preços refletem toda informação disponível publicamente, exemplo: balanços e preços históricos); e

-forte (os preços refletem qualquer informação, seja pública ou privada).

# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP



# Administração Financeira II

---

**Erros nesta aula?**

**Por favor, enviem-me um email.**

**Obrigado.**

**Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br**

# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP

# A hipótese de mercados eficientes

e suas formas

---

As formas da eficiência do mercado são:

-fraca (os preços incorporam as informações de preços passados. Os preços seguem um caminho aleatório.)

-semi-forte (os preços refletem toda informação disponível publicamente, exemplo: balanços e preços históricos); e

-forte (os preços refletem qualquer informação, seja pública ou privada).

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Livro explora:

- concepções erradas sobre a HME;
- evidências sobre a HME;
- os questionamentos e críticas (as finanças comportamentais); e
- evidências que desafiam a HME.

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Livro explora:

-concepções erradas sobre a HME

exemplo:

-flutuação dos preços não significa que os mercados não são eficientes, apenas reflete correções em decorrência de novas informações;

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Livro explora:

-evidências sobre a HME

exemplo:

-baixa correlação entre os preços de  $t$  e de  $t-1$ ;

-estudos de evento que mostram a incorporação rápida de informações no preço;

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Livro explora:

-os questionamentos e críticas (as finanças comportamentais)

- as pessoas são racionais? (jogos de azar)
- os afastamentos da racionalidade são aleatórios?
- arbitragem: dificuldade de se encontrar títulos substitutos.

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Livro explora:

-evidências que desafiam a HME (ou apenas anomalias?)

- “o mercado pode ficar irracional por mais tempo do que você pode ficar solvente” (atribuída a Keynes)
- evidências de ajustes ao preço lentos
- diferentes retornos para empresas de diferentes tamanhos
- as “bolhas” (ver p.481)



# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

Sobre:

“o mercado pode ficar irracional por mais tempo do que você pode ficar solvente” (atribuída a Keynes)

Esta afirmação leva à conclusão de que não adianta apostar contra o preço que está dado, não?

Isto é o mesmo o que prega as HME, não?

# A hipótese de mercados eficientes

pontos para consideração e ou reflexão ...

---

A controvérsia é grande e ainda não se chegou ao fim. Há os que defendem a HME, os adeptos das Finanças Comportamentais e os que não estão convencidos que algum dos lados tenha razão.

(Situação diferente do que a que tínhamos nos anos 80 e 90, quando a HME era incontestável.)

# A hipótese de mercados eficientes

## consequências para as Finanças Corporativas

---

Escolhas contábeis, escolhas financeiras e a eficiência de mercado

(PEPS vs UEPS; PDD; *stock split*)

(se o mercado for eficiente, as escolhas não fazem diferença.)

# A hipótese de mercados eficientes

## consequências para as Finanças Corporativas

---

Escolha do momento da decisão (*timing decision*)

(gestão do momento de emissão de ações e de recompra)

(emissão de ações e/ou dívida – *market timing*)

(se o mercado for eficiente, as escolhas não fazem diferença.)

# A hipótese de mercados eficientes

## consequências para as Finanças Corporativas

---

### Especulação e mercados eficientes

“gestão” das taxas de juros

fixar ou não o CDI ou a Libor?

“gestão” das variações cambiais

(“Se os mercados financeiros são eficientes, os gestores não deveriam perder tempo tentando prever os movimentos das taxas de juros e das moedas estrangeiras. Suas previsões não serão melhores do que a sorte.”)

# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

## Alguns destaques

“A hipótese diz:

- os preços refletem o valor subjacente;
- os gestores financeiros não podem ajustar o momento da emissão de ações e de títulos de dívida;
- gestores não podem especular lucrativamente com moedas estrangeiras;
- gestores não podem estimular o preço das ações com contabilidade criativa.”

# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

Meu comentário sobre

“os preços refletem o valor subjacente”:

Os preços podem não estar refletindo os fundamentos; no entanto, o título pode não sair deste “preço errado” e quem apostar na “correção” pode não ver a correção acontecer ou pode não ter fôlego para esperar tal “correção”.

# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

## Meu comentário sobre

“os gestores financeiros não podem ajustar o momento da emissão de ações e de títulos de dívida”:

Esta é uma das conclusões sobre a qual eu concordo menos com a HME. Acho que cabe gestão para evitar momentos muito ruins. No entanto, é preciso fôlego para esperar a “melhora”. No fundo, a minha discordância não é grande.



# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

Meu comentário sobre

“gestores não podem especular lucrativamente com moedas estrangeiras”:

Concordo inteiramente. E não só com moeda; gestores não podem especular com preço de commodities, com taxa de juros, com inflação etc..

# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

Meu comentário sobre

“gestores não podem estimular o preço das ações com contabilidade criativa”:

Concordo inteiramente. É questão de tempo e o “abacaxi” aparece. Infeliz de quem estava posicionado quando o “abacaxi” apareceu. Ruim para as partes interessadas quando o “abacaxi” demora para aparecer. Ex.: Enron.

# A hipótese de mercados eficientes

destaques e comentários finais

---

E faço um comentário final:

Independentemente da discussão se os mercados são eficientes ou não, a HME traz um ensinamento para os gestores das empresas não financeiras. A empresa precisa colocar foco, desenvolver sua “superioridade”, na gestão dos seus ativos, na gestão dos seus investimentos; é ali que a empresa construirá valor de longo prazo. Se esta gestão for boa, os bons financiamentos virão, ...!

# Enquete

## Liquidez, informação e “o consenso” (preço no mercado)

---

Se você fosse um analista, você daria foco:

- 1) Em empresas cujas ações têm mais ou menos liquidez?
- 2) Em empresas com mais ou menos informações disponíveis?
- 3) O que você faria nos momentos de “crash”: vende; compra; ou espera para avaliar melhor?

## Liquidez, informação e “contra o consenso”

Arthur Mizne

### MEMÓRIA: David Swensen, que transformou o método de investir

Quando assumiu o posto de *chief investment officer* de Yale em 1985, David Swensen encontrou um portfólio clássico para a época: ações domésticas americanas e renda fixa.



*David Swensen*

Questionan  
baixos retor  
prazo, David  
capital e ob

Mas foi além  
classificar “  
porque ente  
que explora  
tinham a ve  
fixa.

David também constatou que quanto mais líquido e fácil de ser acessado um mercado, menores as chances de gerar retornos diferenciados. Isso o levou a olhar para mercados internacionais, mercados emergentes, venture capital e private equity.

Para se apropriar do prêmio de liquidez, decidiu focar parte do portfólio de Yale em ilíquidos. A lógica era que, como eram mais difíceis de ser acessados, esses ativos deveriam ser mais baratos e consequentemente teriam mais ‘upside’. Ao invés de fugir da iliquidez, David criou o conceito de ‘intelligent acceptance of illiquidity’, ou seja, aceitar iliquidez quando fizesse sentido.



# David Swensen

The Economist May 15th 2021

Liquidez, informação e “contra o consenso”

David Swensen

## The holly and the ivy

ment philosophy for a wider audience.

Three pillars of this thinking stand out. The first concerns time horizon. Because endowments have obligations stretching far into the future, they can take a long-term view. They can sacrifice the ease of trading in public markets for the better returns promised in private equity. By doing so, they can earn an illiquidity premium—a reward for giving up the ability to sell out easily.

The second pillar concerns information. It is hard to find mispriced stocks in the public markets, because news about listed companies travels fast and is quickly incorporated into prices. But investors in private markets who do their homework are more likely to be rewarded. That is because reliable data and analysis are much harder to come by.

The third pillar is the importance of a contrarian mindset. Mr Swensen had a chance early on to demonstrate his. Following the stockmarket crash in October 1987, he had loaded up on company shares, which had become much cheaper, by selling bonds, which had risen in price. This rebalancing was in line with the fund's agreed policy. But set against the prevailing market gloom, it looked rash. His investment committee was worried. One member warned that there would be “hell to pay” if Yale got it wrong. But Mr Swensen stuck to his guns. The decision stood—and ▶▶

Empresas cobertas por analistas!

## **PIPELINE: Mais empresas nos EUA ficam sem cobertura de analistas**

Redução de avaliações de companhias que integram o S&P 500 foi de 6,5% nos últimos cinco anos, segundo a FactSet

A despeito do forte volume de IPOs (ofertas iniciais de ações) no mercado americano, especialmente no período da pandemia, o número de analistas e de empresas cobertas nos principais índices de Wall Street tem diminuído.

Quase 20% das empresas do Nasdaq Composite, excluindo Spacs (veículos com propósito específico de aquisições), não têm qualquer tipo de cobertura. Algumas são pequenas, como a agência de modelos Wilhelmina, com valor de mercado de US\$ 24 milhões. Mas outras são gigantescas, como a Icahn Enterprises, do bilionário e investidor ativista Carl Icahn, com US\$ 14 bilhões em capitalização.

**Empresas sem  
cobertura!**

**Por Luiza Ferraz -**

26/07/2021 05h01 At

# Exercícios e bibliografia

---

Exercícios:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14:

**Questões Conceituais: 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 14, 16, 18, 22, 23, 24 e 26.**

**Questões e Problemas: 2**

Bibliografia:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, Administração Financeira, décima edição, cap. 14.



# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP

# Administração Financeira II

---

**Erros nesta aula?**

**Por favor, enviem-me um email.**

**Obrigado.**

**Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br**

# Administração Financeira II

---

## **Aula Hipótese de mercados eficientes**

Parte 1 – Decisões financeiras e HME

Parte 2 – Pontos para reflexão

Bibliografia básica:

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, cap. 14.

---

Prof. Mauricio Ribeiro do Valle  
marvalle@usp.br

Departamento de Contabilidade, FEARP - USP

# Gabarito dos exercícios- Cap.14 RWJL

---

## QUESTÕES CONCEITUAIS

**3-** a) F; b) V; c) F; d) F; e) V

**6-** Sim

**9-** Não

**10-** a) há oportunidade de lucro em 1, mas não em 2, 3 e 4; b) há oportunidade de lucro em 1 e 2, mas não em 3 e 4; e c) há oportunidade de lucro em 1, 2 e 3, mas em 4.

**16-** Falso

**22-** Não

**23-** a) Não; b) Depende; c) Não

## QUESTÕES E PROBLEMAS

**2-** Não

**CONFERIR**