

5 Conclusão

Esta pesquisa objetivou realizar um estudo sobre o impacto da Lei Sarbanes-Oxley para as ações brasileiras afetadas após a sua vigência. O objetivo foi verificar se o efeito da lei foi positivo ou negativo. Sendo positivo esta legislação deveria reduzir os riscos das empresas submetidas à lei. Além disso, seus papéis deveriam apresentar um maior retorno ao investidor.

Diversos artigos publicados sobre a Sarbanes-Oxley apresentam os benefícios e os custos da lei sem no entanto concluir se o que a legislação traz de positivo supera os fatores negativos ou o contrário. Houve manifestações contra a Sarbox alegando que ela aumenta os custos de supervisão do cumprimento da lei, encoraja até mesmo companhias dos Estados Unidos a migrarem para bolsas estrangeiras. As reclamações foram tão pesadas que já existem indícios das autoridades reguladoras estarem planejando abrandar as regras vigentes.

Por outro lado, há alguns benefícios comuns aos críticos. O maior deles é que a Sarbanes-Oxley e as reformas a ela ligadas resultam em demonstrações financeiras muito mais seguras, aumentando o nível de confiança do investidor na compra ou venda de ações. Muitas exigências adotadas para supervisionar os controles financeiros internos, apesar de bastante custosas, podem levar a ganhos de produtividade.

Neste contexto, primeiramente foi feita uma investigação das empresas brasileiras que abriram capital desde início de 2004, e foi mostrado que apenas a GOL optou pela emissão de ADR nível 3. Ou seja, quase todas as empresas brasileiras que abriram seu capital após a vigência da lei não estão sujeitas à Sarbanes-Oxley.

Os resultados obtidos no teste t de diferença entre médias reforçam os resultados decorrentes da análise gráfica. Pelo gráfico 1, se observarmos o período do início da vigência da lei até novembro de 2006 as empresas não afetadas apresentam um retorno maior do que as que estão submetidas à Sarbanes-Oxley. Como durante este período as empresas de telecomunicação, que fazem parte da

carteira das empresas afetadas pela lei, sofreram uma queda este poderia ter sido um dos motivos para esta carteira apresentar um pior desempenho. Então, foi feita outra análise excluindo as ações de telecomunicação com seus respectivos pares. Mas, desta vez, o resultado não foi conclusivo. Ou seja, não existiram evidências de qual carteira apresentou o melhor desempenho.

O teste t de diferença entre médias dos retornos das carteiras apresentou resultado semelhante. A média do retorno da carteira não afetada pela lei foi maior que a carteira sujeita à Sarbanes-Oxley. O resultado não foi conclusivo quando foram excluídas as ações de telecomunicações e seus pares. Quando foi feito o teste separando dois períodos (agosto 2002 a dezembro de 2004, e janeiro 2005 a novembro 2006), o resultado obtido foi que se ocorreu alguma diferença entre as médias dos retornos das carteiras esta ocorreu no início, ou seja no primeiro sub-período. E esta diferença aponta que as empresas não afetadas pela lei tiveram um maior retorno médio. Quando excluimos as empresas de telecomunicação não existem evidências de diferença entre as médias, nem para o primeiro nem para o segundo sub-período.

A análise do ROE (lucro líquido/ patrimônio líquido) não mostrou evidências sobre qual carteira de ações apresenta melhor desempenho financeiro, se as submetidas à Lei ou as que não precisam cumprir a Sarbanes-Oxley. Porém, quando excluimos as empresas de telecomunicação, que sofreram neste período, o resultado é favorável para as empresas que estão sujeitas à Lei. O interessante desta análise foi verificar que este resultado é oposto ao obtido na análise de rentabilidade das carteiras, sugerindo portanto que maiores retornos de carteira não podem ser atribuídos a um melhor desempenho econômico-financeiro.

O resultado das regressões mostrou que existe uma diferença entre o beta do retorno da carteira afetada pela Sarbanes-Oxley e da carteira que não está submetida pela Lei. O beta é sempre maior para a carteira das empresas que estão sujeitas à Lei, como o beta é uma medida de risco, isto implica que os papéis destas empresas são mais arriscados e respondem em maior escala a variações do Ibovespa. Se a Sarbanes-Oxley veio para aumentar a transparência para o investidor e reduzir fraudes contábeis, neste caso o beta da carteira de ações afetadas pela Lei deveria ser menor, ou seja apresentar um resultado oposto ao obtido das regressões rodadas.

Provavelmente existem outros fatores que não a lei Sarbanes-Oxley que fazem com que o beta das ações afetadas pela lei seja maior. Um aspecto a ser considerado é a de que os papéis das empresas submetidas à lei têm maior participação no Ibovespa (representam aproximadamente 68,4%, enquanto a carteira das empresas não afetadas têm peso de aproximadamente 7,6% do Ibovespa). Desta forma, eles estão mais sujeitos à variações deste índice. Isto pode ser observado na tabela do Anexo III. Outro aspecto a ser considerado é a liquidez. A maioria dos papéis da carteira que não é afetada pela lei apresenta uma liquidez muito baixa.

5.1 Sugestões para próximos estudos

Uma sugestão de estudo seria realizar pesquisa sobre o mesmo tema, porém considerando outro universo temporal, onde fosse comparado o período antes e o depois da implementação da Lei Sarbanes-Oxley. Esta avaliação não foi realizada porque os índices de lucratividade, que serviram de base para este estudo, só estavam disponíveis a partir de 2001 no site da Bovespa.

Outra sugestão seria alterar a amostragem da carteira par adotando outro critério que não o de patrimônio líquido, como por exemplo: liquidez, ou participação no Ibovespa. Sendo um pouco mais rigoroso, a amostragem poderia ser reduzida se fossem feitos pares somente com empresas do mesmo setor.

Por fim, uma última sugestão seria rodar uma regressão em painel em que a variável dependente seja o retorno anual de cada ação (derivada do índice de lucratividade) e as variáveis independentes incluiriam uma variável "*dummy*" para empresas com programas ADRs níveis 2 e 3 e variáveis de controle como setor, tamanho, rentabilidade da empresa, etc.