FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
Mestrado em Administração de Empresas

AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA DESESTATIZAÇÃO TELECOMUNICAÇÕES DE SÃO PAULO TELESP UM ESTUDO DE CASO

658.15
C169a
ex.2

São Paulo
2003

FECAP-BIBLIOTECA
AV DA LIBERDADE, 532
SP

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
Mestrado em Administração de Empresas

AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA DESESTATIZAÇÃO TELECOMUNICAÇÕES DE SÃO PAULO TELESP UM ESTUDO DE CASO

d658.15
C169a
FECAP
U
ex.2
2003
42546

Ivan Pricoli Calvo

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – UNIFECAP, para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas (Área de Concentração: Finanças Corporativas).

Orientador: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

42546

São Paulo
2003

Dedico este trabalho ***Aos meus pais*** que, com sabedoria e paciência ensinaram-me o verdadeiro valor da vida e das pessoas num mundo onde respeito costuma ser sobreposto por propriedade.

À minha esposa Vanessa e ao meu filho Felipe que, com sacrifícios e concessões, diretamente contribuíram para que o sonho deste projeto se tornasse realidade.

AGRADECIMENTOS

Agradeço inicialmente a Deus pela sobriedade e humildade em reconhecer que a cada dia preciso e devo aprender mais.

Ao meu orientador, Professor Dr. Wilson Toshiro Nakamura, por sua atuação, fundamental para que este trabalho se tornasse realidade.

Ao Professor Dr. Daniel Augusto Moreira, por todos os seus ensinamentos e valiosas críticas e incentivos a este trabalho e que, tornaram-se indispensáveis à sua realização.

Aos Professores doutores André Accorsi e Diógenes Manoel Leiva Martin, pelas sugestões feitas no exame de qualificação e que muito contribuíram para um perfeito entendimento da contextualização proposta.

A todos os meus professores do mestrado e pelo que cada um representou para a minha formação. Agradeço, em especial, ao Professor Dr. Éolo Marques Pagnani, por acreditar no desenvolvimento científico como uma forma de possibilitar o desenvolvimento econômico e, principalmente, por sua crença no potencial de cada um de seus alunos.

À Secretaria do Mestrado da FECAP – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, em especial à Célia Vegas, pelo tratamento especial que, com atenção e competência, sempre dedicou à nossa turma e por sua habilidade em conviver com as adversidades ocorridas neste período e, principalmente, as que ainda poderão ocorrer.

A todos os colegas da turma de iniciantes e, posteriormente iniciados (além de alguns colegas de outras turmas), pela aprendizagem nos semestres de um convívio que se estendeu para além da sala de aula. Agradeço, em especial, aos amigos Saul Faingaus Bekin, Diamantino Augusto Sardinha Neto e Washington Cristiano Kato pela disposição em contribuir para o desenvolvimento do progresso científico.

À Telefônica/Telesp, especialmente ao departamento de Relações com Investidores, na pessoa da sra. Maria Cristina Ali Pelicano, pelo fornecimento e orientação na captação de informações essenciais à realização deste trabalho.

A todos os meus familiares e amigos que, apesar da distância, não deixaram de apoiar-me em todos os momentos.

A todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram de alguma maneira para que esta conquista se tornasse possível.

RESUMO 8
INTRODUÇÃO 10

CAPÍTULO I 12

1. IMPORTÂNCIA DO ESTUDO 12
2. OBJETIVOS DO ESTUDO 12
3. DELIMITAÇÃO DO CAMPO DE ESTUDO 13
4. METODOLOGIA 13

CAPÍTULO II 16

5. PRINCÍPIOS E FUNDAMENTOS DA TEORIA FINANCEIRA 16
6. AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO - EMPRESA 18
7. ESTRUTURA DO BALANÇO PATRIMONIAL 20
8. ESTRUTURA DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO 23
9. DIVIDENDOS 24
10. ANÁLISE HORIZONTAL E ANÁLISE VERTICAL 26
11. ÍNDICES DE RENTABILIDADE 28
    MARGEM LÍQUIDA 28
    RETORNO SOBRE O ATIVO 29
    RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO 30
12. ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO 32
    ENDIVIDAMENTO 32
    DEPENDÊNCIA FINANCEIRA 32
    IMOBILIZAÇÃO DOS ATIVOS PERMANENTES 33
13. ÍNDICES DE LIQUIDEZ 35
    LIQUIDEZ IMEDIATA 35
    LIQUIDEZ SECA 35
    LIQUIDEZ CORRENTE 36
    LIQUIDEZ GERAL 37
14. AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO – ACIONISTA 38
    ÍNDICE DE PAYOUT 38
    ÍNDICE PREÇO/LUCRO POR AÇÃO 38
    VALOR PATRIMONIAL DA AÇÃO 39
    LUCRO POR AÇÃO 40
    RENTABILIDADE DE AÇÃO 41
    DIVIDENDO POR AÇÃO 41
    RETORNO DE CAIXA 42
15. CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM) E ARBITRAGE PRICING THEORY (APT) – UMA ANÁLISE COMPARATIVA 43
16. RISCO E RETORNO 49
17. DIVERSIFICAÇÃO DO RISCO 52

CAPÍTULO III 53

1. HISTÓRICO DO PROGRAMA BRASILEIRO DE DESESTATIZAÇÃO 53
    CONTEXTO INSTITUCIONAL – SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES 55

CAPÍTULO IV **60**

1. INCORPORAÇÃO DO SEGMENTO DE TELEFONIA FIXA NO ESTADO DE SÃO PAULO 60
2. REESTRUTURAÇÃO DO SEGMENTO DE TELEFONIA FIXA NO ESTADO DE SÃO PAULO 62

CAPÍTULO V **69**

1. AMOSTRA 69
2. DADOS CONTÁBEIS 69
3. INDICADORES DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO - EMPRESA 70
4. INDICADORES DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO – ACIONISTA 71
5. RESULTADOS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO – EMPRESA 71
6. RESULTADOS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO - ACIONISTA 77

CONCLUSÃO 82

BIBLIOGRAFIA 85

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo avaliar o desempenho econômico-financeiro da Telesp – Telecomunicações de São Paulo, no segmento de telefonia fixa, e do acionista, preferencial, nos anos anteriores e posteriores ao processo de desestatização. Na perspectiva da empresa, aplicamos o modelo de análise de balanços proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) aos dados contábeis consolidados do período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001. Na análise do acionista preferencial, aplicamos – no mesmo horizonte temporal – o *capital asset pricing model* (CAPM) de Sharpe (1964) e Lintner (1965) para análise da relação de risco e retorno.

Partindo dos respectivos modelos, calculamos os indicadores relativos à rentabilidade e lucratividade. Para o cálculo dos indicadores da empresa, utilizamos a análise horizontal e vertical com o intuito de avaliarmos o grau de comprometimento de cada conta patrimonial em relação aos valores absolutos dos respectivos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultado do exercício. No cálculo dos indicadores do acionista, utilizamos o modelo de precificação de ativos para avaliação, através do cálculo preliminar dos betas, dos retornos médios da ação preferencial e o nível de risco exigido por estes retornos.

Finalmente, são feitas as devidas considerações sobre os resultados apurados, bem como sugeridas algumas ações para a alocação e a gestão financeira eficiente dos recursos disponíveis.

ABSTRACT

This dissertation analyses the financial performance of Telesp –Telecomunicações de São Paulo—in its fixed line segment, from the point of view of the company and the preferential shareholder, before and after it was privatized. The company's perspective for the period January of 1997 to December 2001 is studied using the models of balance sheet analysis proposed by Assaf Neto (1998) and Matarazzo (1998). For the preferential shareholder's perspective, the risk-return relationship for the same period is studied, using the Capital Asset Pricing Model (CAPM) of Sharpe (1964) and Lintner (1965).

Using these models indicators of profitability and return are estimated. For the company's perspective, indicators of vertical and horizontal analysis are used with the objective of studying the degree of commitment of each of the firm's accounts in relationship to the absolute values of the balance sheets and financial statements. For the shareholder, the methodology used is based on the asset pricing model, estimating the betas, the average returns of the preferential share and the risk premiums demanded for these returns.

This work concludes with an analysis of the general results and it gives suggestions to improve the financial management of the resources of the company.

INTRODUÇÃO

O setor de telecomunicações, a partir de meados da década de oitenta, torna-se um dos maiores alvos de desestatização em toda economia mundial. Nos países centrais os agentes privatizantes agem na perspectiva de promover a flexibilização dos mercados de serviços essenciais e não-essenciais de telecomunicações. Nessas economias, segundo Bolaño (1997), esses agentes esbarram em fortes barreiras econômicas, sociais e políticas e, sobretudo, na atuação fiscalizadora e protecionista da União Européia que conduz à abertura do mercado de comunicações de seus países membros, o que descarta a possibilidade de desnacionalização do sistema de telecomunicações naquela região. Entre os países denominados desenvolvidos, Estados Unidos e a Inglaterra são os casos mais contundentes de quebra de monopólio no setor, podendo ser considerados pioneiros no processo de desestatização das telecomunicações que avança na economia mundial e principalmente nos países periféricos.

No caso dos Estados Unidos, até início da década passada, o modelo histórico de organização no setor de telecomunicações era baseado na estrutura de mercado apoiada no monopólio público ou privado regulamentado. Entretanto, segundo Bolaño (1997), a partir do início da década de oitenta, inaugura-se um momento crucial para a questão das privatizações, quando começa a emergir um novo cenário tecno-econômico, conseqüência das novas estratégias competitivas decorrentes do advento de inovações das tecnologias de informação e de comunicação (TIC) que, conseqüentemente, influenciam a esfera produtiva transformando profundamente o sistema capitalista. As pressões setoriais e extra-setoriais na economia ocidental para mudança organizacional e institucional do modelo monopolista público vinha de todos os lados: tecnologias de informação e de comunicação (TIC), serviços e funções dos grandes usuários, internacionalização das redes de telecomunicações, resistência à rede solidária, atraso tecnológico do operador, globalização e regionalização da economia mundial – viabilizada pela formação de redes telemáticas - e incisiva atuação dos órgãos supranacionais, tais como FMI (Fundo Monetário Internacional), OMC (Organização Mundial do Comércio) e BIRD (Ianni, 1997).

Atualmente, o perfil do mercado de telecomunicações nas economias centrais e periféricas está sendo alterado, sobretudo em decorrência da assinatura do Acordo Mundial de Telecomunicações (AMT), acordo multilateral internacional entre países do chamado primeiro mundo e os países em desenvolvimento, que prevê, entre outras coisas, a liberalização total do mercado mundial de telecomunicações. Esse documento recebeu, em

março de 1997, a rubrica de 69 (sessenta e nove) países durante a reunião da OMC (Organização Mundial de Comércio), tendo como aspecto central o estabelecimento do compromisso, entre os países que assinaram o acordo, em embargar qualquer barreira à entrada de capital estrangeiro em seus mercados e aceitar a liberalização total quanto à propriedade de operadoras nacionais por empresas multinacionais. No que se refere aos países da América Latina, o Brasil, com seu sistema de telecomunicações em fase de desestatização desde 1995, comprometeu-se em abrir não só o mercado celular, mas também outros serviços após um ano de aprovação da Lei Geral de Telecomunicações de 1998.

Neste cenário, a proposta do presente trabalho constitui temática relevante de estudo a partir de duas abordagens específicas: a análise de desempenho econômico-financeiro da empresa, através da análise de balanço proposta por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998), e a análise de desempenho econômico-financeiro do acionista preferencial, através do *capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965) da Telesp – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – antes e depois do processo de desestatização.

A partir destas duas abordagens específicas, são analisados os resultados alcançados pela empresa através dos índices de lucratividade, rentabilidade, liquidez e endividamento e pelo acionista através do pagamento de dividendos, valorização das ações e da respectiva relação risco-retorno. Desta forma, o trabalho está organizado em cinco partes distintas: A primeira parte trata da introdução temática, dos objetivos, delimitação do campo de estudo e metodologia. A segunda parte trata dos respectivos instrumentos utilizados na mensuração dos resultados e da revisão bibliográfica necessária à fundamentação teórica do estudo. Na terceira parte são apresentadas as características do setor de telecomunicações no contexto institucional. Na quarta parte, são descritos os processos de desestatização e reestruturação da Telesp – Telecomunicações de São Paulo. Finalmente, na quinta e última parte são apresentados os resultados, as conclusões e as recomendações do presente estudo.

CAPÍTULO I

1. IMPORTÂNCIA DO ESTUDO

O presente estudo é uma análise do balanço, sob o enfoque econômico-financeiro, da Telesp – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – e uma análise do desempenho financeiro – através da aplicação do *capital asset pricing model* – CAPM – do acionista preferencial antes e depois do processo de desestatização.

A importância deste estudo está relacionada ao minucioso exame dos indicadores patrimoniais com o objetivo de identificar resultados positivos mútuos, ou seja, comprovar a riqueza gerada – através dos investimentos realizados – para a empresa e para o acionista, antes e depois do processo de desestatização, e a importância desta riqueza nas ações estratégicas de empresas focadas na competitividade.

2. OBJETIVOS DO ESTUDO

Com o objetivo de alcançar de forma segura a resposta ao problema proposto, algumas etapas intermediárias serão essenciais na composição do objetivo final:

I. Identificar se a empresa pesquisada se enquadra, enquanto organização, no espectro de análise de balanço proposta por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) antes e depois do processo de desestatização através da avaliação do desempenho econômico-financeiro;

II. Identificar, sob a ótica do acionista preferencial, a evolução do investimento através dos dividendos pagos, da valorização das ações preferenciais e a relação risco-retorno antes e depois do processo de desestatização de acordo com o *capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965);

III. Classificar, ordenar e tipificar os resultados observados sob a ótica da empresa e do acionista;

IV. Recomendar ações, caso sejam observadas distorções, para correção do fluxo de geração de valor para a empresa e para o acionista.

Os resultados destas metas parciais permitirão um aprofundamento na análise dos resultados e um avanço na compreensão da questão maior da análise do desempenho econômico-financeiro da TELESP – Telecomunicações de São Paulo e de seu acionista preferencial – no segmento de telefonia fixa – antes e depois do processo de desestatização.

3. DELIMITAÇÃO DO CAMPO DE ESTUDO

O presente estudo limita-se a um levantamento cronológico dos dados contábeis e acionários da Telesp – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – antes e depois do processo de desestatização e sua respectiva análise através do modelo proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) sob a ótica da empresa e do *capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965) sob a ótica do acionista preferencial.

O trabalho de pesquisa será realizado abrangendo o período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001, através do levantamento e exame dos indicadores econômico-financeiros relativos à empresa e ao acionista preferencial que possam subsidiar os objetivos da pesquisa.

4. METODOLOGIA

A pesquisa em epígrafe consiste num estudo de caso da TELESP – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – destinado a identificar e mensurar os resultados econômico-financeiros do balanço patrimonial e da demonstração de resultados do exercício – sob a ótica da empresa – e das ações preferenciais – sob a ótica do acionista preferencial – no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001.

Para Yin (2001), o estudo de caso é uma investigação empírica que:

- Investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando:

- Os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.

Assim, segundo Gil (2002), a análise de uma unidade de determinado universo possibilita a compreensão da generalidade do mesmo ou, pelo menos, o estabelecimento de bases para uma investigação posterior, mais sistemática e precisa.

O tipo de pesquisa a ser desenvolvida no presente estudo de caso é a pesquisa descritiva, cuja proposta – segundo Vergara (1998) – é a de expor características de determinada população ou fenômeno, podendo também estabelecer correlações e definir a natureza destes fenômenos. Além disso, é explicativa ao justificar os motivos ou fatores que contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno.

Quanto ao método, trata-se de uma pesquisa quantitativa envolvendo a análise do balanço sob o enfoque econômico-financeiro da TELESP – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – através do modelo proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) e a evolução do investimento do acionista preferencial através do pagamento de dividendos, valorização das ações e a respectiva relação risco e retorno segundo o *capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965).

A coleta de dados será a fase da pesquisa que objetiva obter informações do objeto em estudo. Os dados primários foram obtidos através dos Balanços Patrimoniais divulgados no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001 e complementado por dados societários obtidos no banco de dados Economática. Quanto aos dados secundários – relativos à estrutura societária antes e depois do processo de desestatização – os mesmos foram obtidos através de relatórios institucionais elaborados e divulgados no mesmo período.

Após a coleta inicial, os dados primários foram organizados, selecionados e calculados com base no modelo proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) sob a ótica da empresa e no modelo de Sharpe (1964) e Lintner (1965) sob a ótica do acionista preferencial. Consolidada, esta aplicação possibilitou a verificação da:

- Evolução dos indicadores econômico-financeiros da empresa antes e depois do processo de desestatização;
- Evolução do valor de mercado das ações, especificamente as ações preferenciais, em função da preferência na distribuição de dividendos, a riqueza gerada para o acionista preferencial e a respectiva relação risco-retorno antes e depois do processo de desestatização.

Os dados secundários, após a coleta, organização, seleção e classificação, constituem fator preponderante à validação dos dados primários pelos efeitos de transformação que os processos de reestruturação provocam.

Após a etapa anterior, os dados – primários e secundários – são analisados com base no modelo de análise de balanço proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) e *no capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965) e sua respectiva relação risco-retorno, devendo estes resultados permitir uma interpretação coerente do desempenho econômico-financeiro de uma empresa antes e depois do processo de desestatização.

Finalmente, são apresentadas as conclusões e as recomendações necessárias para a correção de distorções existentes no fluxo de geração de valor para a empresa e para o acionista.

CAPÍTULO II

5. PRINCÍPIOS E FUNDAMENTOS DA TEORIA FINANCEIRA

A avaliação e análise de rentabilidade – tanto para empresas quanto para investidores – tornou-se condição obrigatória e essencial para sobrevivência dos mesmos em cenários permanentemente turbulentos e instáveis. Para a empresa, este processo possibilita a mensuração adequada do custo relativo a projetos e o retorno esperado dos mesmos. Com isto, será possível o estabelecimento de uma política de investimentos e a alavancagem financeira necessária para a geração de valor.

Quanto ao investidor, a sensatez e correção na avaliação e análise do binômio investimento-rentabilidade proporcionarão controle e diminuição do risco existente e a maximização dos retornos esperados.

Entretanto, conciliar os interesses da empresa e do investidor nem sempre é tarefa fácil. As razões são muitas; entretanto, algumas merecem destaque especial:

- Diversidade de interesses: A conciliação dos interesses da empresa e do acionista torna-se essencialmente complexa à medida que a diversidade dos interesses aumenta. A empresa, com o objetivo de manter constante seu nível de investimento através de capital próprio e baixa dependência de capital de terceiros, retém parcelas do lucro auferido em cada exercício para a realização destes investimentos. Isto possibilitará a manutenção de um nível de investimento adequado; porém, tornará menor a parcela a ser distribuída aos acionistas na forma de dividendos. Por sua vez, o acionista – apesar de reconhecer as vantagens obtidas com o investimento contínuo através de capital próprio e as desvantagens de uma política de endividamento externo crescente – tem como objetivo a maximização dos recursos investidos com o menor nível de risco possível. Neste contexto, os conflitos tornam-se evidentes à medida que a diversidade de interesses aumenta;

- Necessidade de investimentos: A compreensão da necessidade de investimento na relação empresa-acionista possui conotações distintas em função da diversidade de interesses dos agentes envolvidos. A empresa entende que, para obter o posicionamento adequado em mercados cada vez mais competitivos,

deve manter seu nível de investimento elevado e de forma contínua. Entretanto, esta ação implica na imobilização de recursos financeiros que, para o acionista, implicará na redução da distribuição de dividendos. Portanto, na preservação dos interesses individuais o conflito torna-se novamente evidente;

- Expectativa de retorno: A expectativa de retorno da empresa e do acionista deve ser realista no sentido de proporcionar benefícios mútuos. Entretanto, expectativas distintas poderão evidenciar situações de conflito eminentes.

Portanto, a decisão de investimento deve ser precedida de análises das expectativas dos rendimentos a serem percebidos pelas empresas e pelos investidores ao longo do período de permanência no respectivo investimento.

6. AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO - EMPRESA

A metodologia empregada na análise de balanço deve constituir-se em elemento capaz de subsidiar eficazmente a mensuração dos indicadores econômico-financeiros das empresas e permitir ao usuário a avaliação imparcial destes resultados no processo de tomada de decisões.

O modelo de análise de balanço, proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998), é decomposto em diversas partes como forma de estabelecer uma rotina metodológica no respectivo processo de avaliação de empresas. Segundo Franco (1989:97), a análise dos fenômenos patrimoniais deve envolver não apenas a decomposição dos componentes do patrimônio e suas variações, mas também a comparação das partes com o conjunto e entre si, para que seja dada a devida interpretação aos componentes patrimoniais e suas variações.

As partes nas quais o modelo é decomposto são descritas como segue:

- A empresa e o mercado: a análise de balanço será consistente à medida que é interpretada dentro das características do setor de atividade da empresa quanto às decisões de investimento e financiamento;

- Relatórios financeiros: são todas as demonstrações contábeis elaboradas pela empresa e que servirão de fonte de informações para a análise econômico-financeira da empresa;

- Análises Horizontal e Vertical: a aplicação destas técnicas tem por objetivo a avaliação dos demonstrativos contábeis pela evolução de seus valores ao longo do tempo (análise horizontal) e pela participação relativa de cada valor em relação ao total (análise vertical);

- Análise de Liquidez: permite conhecer a capacidade de pagamento da empresa, ou seja, as condições financeiras da empresa em saldar no prazo todos os compromissos passivos assumidos. Conseqüentemente, revela o equilíbrio financeiro da empresa e sua necessidade de capital de giro;

- Análise de Endividamento: avalia a proporção de recursos próprios e de terceiros que são mantidos pela empresa, sua dependência financeira por dívidas de curto prazo, a natureza de suas exigibilidades e seu risco financeiro;

- Análise de Rentabilidade e Lucratividade: É uma avaliação econômica do desempenho da empresa, dimensionando o retorno sobre os investimentos realizados e a lucratividade apresentada pela receita de vendas.

A partir dos critérios que compõem o modelo de análise de balanço proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998), faremos algumas considerações sobre a estrutura das demonstrações contábeis no Brasil e que são essenciais ao entendimento do modelo proposto na aplicação do presente estudo e dos respectivos objetivos a serem alcançados na avaliação de desempenho financeiro da empresa e do acionista no período pré e pós-desestatização.

7. ESTRUTURA DO BALANÇO PATRIMONIAL

O balanço apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento. A informação que esse demonstrativo fornece é totalmente estática e, muito provavelmente, sua estrutura se apresentará relativamente diferente algum tempo após seu encerramento. Entretanto, pelas relevantes informações de tendências que podem ser extraídas de seus diversos grupos de contas, o balanço servirá como elemento de partida indispensável para o conhecimento da situação econômica e financeira de uma empresa.

O balanço compõe-se de três partes essenciais: ativo, passivo e patrimônio líquido. Cada uma dessas partes apresenta suas diversas contas classificadas em "grupos", os quais, por sua vez, são dispostos em ordem decrescente de grau de liquidez.

No ativo, relacionam-se todas as aplicações de recursos efetuadas pela empresa. Esses recursos poderão estar distribuídos da seguinte maneira:

- Ativo Circulante: São classificadas neste grupo todas as contas de liquidez imediata ou que se convertem em dinheiro no curto prazo, ou seja, cujos vencimentos ocorrerão até o final do exercício seguinte ao encerramento do balanço ou do ciclo operacional da empresa, no caso deste ciclo ser superior a um ano. Por sua vez, o ativo circulante está subdividido em: disponibilidade, aplicações financeiras, realizável em curto prazo, estoques e despesas antecipadas;

- Ativo Permanente: É o último grupo de contas do ativo e o que apresenta, pela conceituação inicial das disposições dos grupos de contas no balanço, o menor grau de liquidez. Está subdividido em: investimento, imobilizado e diferido.

No passivo são identificadas todas as exigibilidades e obrigações cujo valor encontra-se investido nos ativos da empresa. Os recursos dos passivos são classificados como curto prazo e longo prazo, sendo definidos, respectivamente, por:

- Passivo Circulante: Neste grupo estão relacionadas todas as obrigações no curto prazo da empresa, isto é, aquelas cujo vencimento ocorrerão até o final do exercício social seguinte ao do encerramento do balanço ou ciclo operacional da empresa, se este exceder a um ano. Por ciclo

operacional entende-se o tempo gasto por uma empresa desde a aquisição de matérias-primas ou mercadorias até o recebimento da venda. Neste subgrupo estão classificadas todas as obrigações operacionais (fornecedores, salários), sociais (impostos como INSS, FGTS, PIS), legais (IR, IPI, ICMS) da empresa, bem como dividendos a serem pagos aos acionistas, financiamentos, empréstimos entre outros;

- Passivo Exigível no Longo Prazo: São classificadas todas as obrigações da empresa cujo vencimento ocorrerá após o término do exercício seguinte ao encerramento do balanço ou que apresentem prazo de liquidação superior ao ciclo operacional da empresa. Neste subgrupo estão inclusos: todos os empréstimos e financiamentos de instituições financeiras, debêntures a pagar, fornecedores cujo vencimento ocorrerá após o término do exercício seguinte ao encerramento do balanço ou que apresentem prazo de liquidação superior ao ciclo operacional da empresa.

O patrimônio líquido é representado pela diferença entre o total do ativo e do passivo em determinado momento. Identifica os recursos próprios da empresa pertencentes aos sócios e acionistas. É sendo composto por:

- Capital Social: Inclui os valores investidos pelos acionistas oi sócios da sociedade (integralização de capital), ou aqueles gerados pela própria empresa (lucro), e que não foram distribuídos, por deliberação de seus proprietários, sob a forma de dividendos;

- Reservas de Capital: As reservas não denotam nenhuma exigibilidade por parte da sociedade e representam, basicamente, os valores aportados pelos proprietários (ágio), por terceiros (doações e subvenções), aumentos de valor de certos ativos (reavaliação) e lucros auferidos e não distribuídos (lucros retidos). Os principais valores que fazem parte da reserva de capital são: o resultado da correção monetária do capital social integralizado e ainda não incorporado ao capital da sociedade, os ágios na emissão de capital recebidos pela empresa e o montante, fixado a preços de mercado, de doações e subvenções recebidas pela empresa;

- Reservas de Reavaliação: Representam as contrapartidas de aumentos de valor atribuídos a elementos de ativos em virtude de novas avaliações. A reavaliação não é tributada pelo Fisco, mas, ao mesmo tempo, não produz nenhum benefício fiscal pela existência de maiores despesas de depreciação. O excesso de despesa que é lançado na apuração do lucro líquido do exercício é acrescido ao cálculo do lucro tributável. Portanto, o imposto de renda a recolher permanece, dessa forma, inalterado, quer haja ou não reavaliação;

- Reservas de Lucros: Indicam os lucros retidos da empresa com finalidades específicas. O montante das reservas de lucros, com exceção das reservas para contingências e de lucros a realizar, não poderá ser superior ao capital social. Caso ocorra, a assembléia da empresa deverá deliberar sobre a destinação desse excesso, podendo ser aplicado no aumento do capital, ou na distribuição de dividendos aos acionistas ou na absorção de prejuízos;

- Lucros ou Prejuízos Acumulados: São os resultados remanescentes de determinado exercício que se acumulam com os resultados oriundos de outros exercícios sociais, também não apropriados. Representa o valor que resta do resultado líquido do exercício após terem sido decididas as diversas destinações para reservas de lucros ou distribuição de dividendos.

8. ESTRUTURA DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO

A demonstração de resultados do exercício visa fornecer, de maneira esquematizada, os resultados (lucros ou prejuízos) auferidos pela empresa em determinado exercício social, os quais são transferidos para contas do patrimônio líquido. O lucro (ou prejuízo) é resultante de receitas, custos e despesas incorridos pela empresa no período e apropriados segundo o regime de competência, ou seja, independentemente de que tenham sido esses valores pagos ou recebidos.

De acordo com a Lei no. 6.404/76, a demonstração de resultado possui a seguinte estrutura:

- Receita Bruta e Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços: refere-se ao valor nominal total das vendas de bens e/ou serviços prestados pela empresa, no exercício social considerado antes de qualquer dedução. É importante ratificar-se que essas receitas são registradas quando da realização da venda, independentemente de quando ocorrer seu vencimento. Da receita bruta devem ser deduzidos os diversos valores que efetivamente não pertencem à empresa, tais como impostos indiretos (ICMS, IPI), descontos e abatimentos, devoluções de mercadorias entre outros. Com isto, obtém-se a receita líquida de vendas e/ou serviços;

- Lucro Líquido do Exercício: Obtido após as deduções de participações e contribuições do lucro remanescente e provisão para imposto de renda. Essas deduções previstas referem-se às participações de debenturistas, de funcionários, de administradores e partes beneficiárias (acionistas ou não, com direito de participação no lucro por benefícios prestados à empresa), assim como as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de funcionários. Apesar de se poder interpretar muitas vezes essas participações como despesas operacionais, a Lei 6.404/76 preferiu classificá-las ao final da demonstração do resultado do exercício. O lucro líquido do exercício é transferido para o patrimônio líquido, mais especificamente para a conta Lucros ou Prejuízos Acumulados.

9. DIVIDENDOS

A política de distribuição de dividendos no Brasil está contida na Lei no. 6.404/76, a qual estabelece normas para as sociedades anônimas de capital aberto e fechado. Para as demais formas jurídicas de sociedades (sociedades por quotas de responsabilidade limitada entre outras) não há regras formalmente definidas.

A legislação atual prevê dois segmentos para os dividendos: dividendo mínimo obrigatório e dividendo preferencial.

O dividendo mínimo obrigatório é um direito de todos os acionistas, basicamente o ordinário, devendo ser distribuído em cada exercício. Representa parcela dos lucros da empresa (lucro líquido, reserva de lucro, lucro/prejuízos acumulados), conforme estabelecido em seus estatutos sociais. De acordo com o artigo 202, parágrafo 1°. , o valor do dividendo pode ser estabelecido como porcentagem do lucro líquido do exercício, do capital social ou em função de quaisquer outros critérios desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

Ainda de acordo com o artigo 202, parágrafo 2°. , quando o estatuto for omisso e a assembléia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do respectivo artigo. Este ajustamento do lucro líquido envolve a diminuição ou acréscimo dos seguintes valores:

- quota destinada à constituição da reserva legal;
- importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;
- lucro a realizar transferido para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício.

O dividendo preferencial fixo é normalmente um valor expresso em unidades monetárias por ação, que não dispensa ao acionista o direito de participar dos lucros remanescentes da empresa. A ação preferencial com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de assegurado dividendo igual ao mínimo destas ações (artigo 17, parágrafo 2°.). Em função de seu desempenho, a

empresa pode alterar o valor desse dividendo mínimo, e sua base de cálculo pode ser um percentual sobre o capital social preferencial, um volume de unidades monetárias por ação entre outros.

As ações preferenciais podem ser emitidas também com direito a dividendos cumulativos e não cumulativos. Se em determinado exercício social a empresa não apresentar lucro, o portador de ações preferenciais cumulativas irá receber seu dividendo no exercício social subseqüente em que a situação da empresa permitir. O acionista preferencial não cumulativo somente recebe seu dividendo no exercício social em que se verificar o lucro. De acordo com a Lei 6.404/76, se o estatuto da sociedade for omisso, o dividendo preferencial é considerado não cumulativo.

Todas as condições descritas dos dividendos (mínimo obrigatório, preferencial, fixo ou mínimo, cumulativo ou não cumulativo) são estabelecidas pelo estatuto social da companhia. Os estatutos também devem prever o valor dos dividendos e o critério de cálculo, distribuição de dividendos em períodos menores ao exercício social entre outros.

10. ANÁLISE HORIZONTAL E ANÁLISE VERTICAL

A primeira etapa de uma análise de demonstração financeira é estabelecer uma análise comparativa da demonstração financeira. De acordo com Garrison (2001), as demonstrações financeiras dispostas de forma comparativa ressaltam as mudanças e tendências, oferecendo ao analista indicações valiosas acerca das expectativas.

Enquanto a análise horizontal está baseada na evolução de cada conta de uma série de demonstrações financeiras em relação à demonstração anterior e/ou em relação a uma demonstração financeira básica, a análise vertical está baseada em valores percentuais das demonstrações financeiras.

Neste contexto, torna-se fundamental que as análises horizontal e vertical sejam utilizadas conjuntamente com a análise através de índices financeiros. A análise através de índices financeiros é genérica, ou seja, relaciona grandes itens das demonstrações financeiras e permite dar uma avaliação à empresa. Por sua vez, as análises horizontal e vertical envolvem um nível de detalhes que não permitem essa visão ampla da empresa; entretanto, permitem localizar pontos específicos de falhas, problemas e características da empresa e explicar os motivos pelos quais a empresa encontra-se numa determinada situação.

Segundo Matarazzo (1998), genericamente, os objetivos das respectivas análises são:

1. Análise Horizontal: mostrar – através de um processo de análise temporal, desenvolvido por meio de números - índices – a evolução de cada conta das demonstrações financeiras e, pela comparação entre si, permitir conclusões sobre a evolução da empresa. Para o cálculo dos respectivos números – índices, adota-se a seguinte expressão:

$$Número - Índice = \frac{V_d}{V_b} x100$$

Em que:

V_d = Data determinada;

V_b = Data - base.

Pela identidade, revela-se que o número-índice é a relação existente entre o valor de uma conta contábil (ou grupo de contas) em determinada data (V_d) e seu valor obtido na data-base (V_b). Em outras palavras, V_d representa um valor monetário identificado no exercício que se pretende comparar por meio de um índice e, V_b exprime esse mesmo valor apurado no exercício em que se efetua a comparação.

2. Análise Vertical: mostrar a importância de cada conta em relação à demonstração financeira a que pertence e, através da comparação com padrões do ramo ou com percentuais da própria empresa em anos anteriores, permitir a inferência da evolução financeira da empresa.

11. ÍNDICES DE RENTABILIDADE

Em qualquer empresa de qualquer segmento, o atributo de maior dificuldade quanto à mensuração e visibilidade é a rentabilidade. Esta dificuldade está relacionada principalmente à magnitude das incertezas que afetam positivamente ou negativamente o lucro.

A maioria das oportunidades de negócios ou projetos de investimentos envolve o comprometimento de lucros correntes para obtenção de lucros futuros. A introdução de um novo produto ou serviço requer custos elevados de divulgação, operacionalização e/ou comercialização e, em conseqüência, geram lucros iniciais reduzidos. Portanto, os lucros correntes podem ser um reflexo muito inadequado da verdadeira rentabilidade futura. Além disso, por desconsiderar o risco envolvido em cada negócio ou projeto, a medida contábil pode denotar rentabilidade semelhante em projetos de segmentos distintos.

Desta forma, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995:52), o problema conceitual mais sério com as medidas contábeis de rentabilidade reside no fato de que as mesmas não são capazes de fornecer nenhuma referência comparativa. Uma medida adequada no sentido econômico é avaliar se a rentabilidade de uma empresa será proporcionalmente superior aos investimentos realizados pelos acionistas no mercado de capitais. Neste caso, são considerados os riscos do projeto e do investimento no mercado de capitais, de forma equivalente, na avaliação do retorno ao acionista.

Dentre os índices de avaliação de rentabilidade existentes, Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) sugerem a adoção dos índices abaixo descritos:

MARGEM LÍQUIDA

É calculada dividindo-se o lucro líquido pelas vendas líquidas. Expressam os lucros como percentual da receita operacional, sendo a margem líquida a mais importante. Sua fórmula é:

$$ML = \frac{LL}{VL}$$

Em que:

ML = Margem Líquida

LL = Lucro Líquido

VL = Vendas Líquidas

Fundamentalmente, as margens de lucro refletem a capacidade de uma empresa para produzir um bem ou um serviço a um custo baixo ou a um preço alto. As margens de lucro não são medidas diretas da rentabilidade por basearem-se na receita operacional total e não no investimento efetuado em ativos pela empresa ou pelos fornecedores de capital próprio.

RETORNO SOBRE O ATIVO

É uma das medidas mais comuns de desempenho gerencial, tanto antes quanto depois do imposto de renda. Pode ser expressa:

$$ROA = \frac{LL}{AT}$$

Em que:

ROA = Retorno líquido sobre o ativo

LL = Lucro Líquido

AT = Ativo Total (Média)

Um dos aspectos mais interessantes do Retorno sobre o Ativo (ROA) está relacionado ao modo pelo qual alguns índices financeiros podem ser reunidos para o cálculo. Uma implicação desta idéia é amplamente conhecida como *Sistema Dupont de Controle Financeiro.* Este sistema destaca o fato de que o Retorno sobre o Ativo (ROA) pode ser

expresso em termos de margem de lucro e do giro do ativo. Os componentes básicos do sistema são:

$$ROA = Margem\ de\ Lucro\ X\ Giro\ do\ Ativo$$

$$ROA(LÍQUIDO) = \frac{Lucro\ Líquido}{ROT} x \frac{ROT}{AT}$$

$$ROA(BRUTO) = \frac{Lucros\ antes\ de\ juros\ e\ impostos}{ROT} x \frac{ROT}{AT}$$

As empresas podem elevar seu Retorno sobre o Ativo (ROA) aumentando as margens de lucro ou o giro do ativo. Entretanto, a concorrência limita a capacidade da empresa de fazer as duas coisas simultaneamente. Neste caso, as empresas costumam escolher entre o giro e a margem. Porém, se não houver sensatez estratégica na escolha poderá haver uma queda vertiginosa no Retorno sobre o Ativo (ROA).

RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Este índice é definido pelo quociente entre o lucro líquido (depois de juros e impostos) e o valor médio do patrimônio dos acionistas. Sua fórmula é:

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Em que:

ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido

LL = Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido (média)

A principal diferença entre o Retorno sobre o ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) está relacionada ao endividamento. Para entendermos esta diferença, consideremos a decomposição do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE):

ROE = Margem de Lucro x Giro do Ativo x Multiplicador do capital próprio

$$ROE = \frac{LL}{ROT} x \frac{ROT}{AT} x \frac{AT}{PL}$$

Geralmente, o endividamento sempre amplia o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Entretanto, isso ocorre sempre que o Retorno sobre o ativo (ROA) bruto é maior que a taxa de juros paga pelo uso do capital de terceiros.

12. ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO

Dentre todos os indicadores utilizados para a análise das fontes permanentes de capital de uma empresa, Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998), com base nos modelos propostos, sugerem os descritos abaixo:

ENDIVIDAMENTO

É o obtido pela relação entre o capital de terceiros e o capital próprio. Pode também ser definido pela relação apenas das dívidas de curto prazo ou de longo prazo com o patrimônio líquido, revelando o endividamento em função da maturidade do passivo. É representado por:

$$E = \frac{PT}{PL}$$

Onde:

E = Endividamento

PT = Passivo Total

PL = Patrimônio Líquido

Quanto maior o índice, maior o nível de endividamento da empresa.

DEPENDÊNCIA FINANCEIRA

Revela a dependência da empresa em relação às suas exigibilidades, ou seja, do montante investido em seus ativos, qual a parcela de participação dos recursos de terceiros.

Algebricamente, pode ser representado por:

$$DF = \frac{PT}{AT}$$

Onde:

DF = Dependência Financeira

PT = Passivo Total

AT = Ativo Total

Quanto maior o índice, maior a dependência da empresa pela utilização de capital de terceiros. Contrariamente, o índice de independência financeira indicará menor dependência do capital de terceiros e maior garantia oferecida aos credores pela utilização de recursos próprios.

IMOBILIZAÇÃO DOS ATIVOS PERMANENTES

É obtido pela relação entre o ativo permanente e o passivo permanente (exigível longo prazo e patrimônio líquido). Identifica o nível de imobilização dos recursos permanentes (longo prazo) da empresa, ou seja, o percentual destes recursos que está financiando os ativos permanentes.

É representado por:

$$GICP = \frac{AP}{PL + ELP}$$

Onde:

GICP = Grau de Imobilização dos Capitais Permanentes

AP = Ativo Permanente

PL = Patrimônio Líquido

ELP = Exigível Longo Prazo

Neste caso, se o resultado deste índice for superior a 1(um), indica que o patrimônio líquido e o exigível longo prazo não são suficientes para cobrir os investimentos em ativos permanentes. Portanto, conclui-se que o passivo circulante (dívidas de curto prazo) está financiando uma parte dos investimentos permanentes, o que revela um sinal de desequilíbrio financeiro.

13. ÍNDICES DE LIQUIDEZ

Segundo Assaf Neto (1998), os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros. Além do capital circulante líquido, o estudo tradicional da liquidez inclui os seguintes indicadores:

LIQUIDEZ IMEDIATA

Revela o percentual das dívidas de curto prazo (circulante) em condições de serem liquidadas imediatamente. Esse quociente normalmente é baixo pelo pouco interesse das empresas em manter recursos monetários em caixa, sendo este ativo, operacionalmente, de reduzida rentabilidade. É representado pela seguinte expressão:

$$LI = \frac{D}{PC}$$

Onde:

LI = Liquidez Imediata

D = Disponível

PC = Passivo Circulante

LIQUIDEZ SECA

Demonstra o percentual das dívidas de curto prazo em condições de serem saldadas mediante a utilização de itens monetários de maior liquidez do ativo circulante. Essencialmente, determina a capacidade de curto prazo de pagamento da empresa mediante a utilização das contas do disponível e valores a receber.

É representado por:

$$LS = \frac{AC - E - DA}{PC}$$

Onde:

LS = Liquidez Seca

AC = Ativo Circulante

E = Estoques

DA = Despesas Antecipadas

PC = Passivo Circulante

LIQUIDEZ CORRENTE

Indica o quanto existe de ativo circulante disponível para saldar dívidas de curto prazo. Quanto maior a liquidez corrente, mais alta de apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro. Pode ser representada por:

$$LC = \frac{AC}{PC}$$

Onde:

LC = Liquidez Corrente

AC = Ativo Circulante

PC = Passivo Circulante

LIQUIDEZ GERAL

Este indicador revela a liquidez, tanto a curto como longo prazo. É utilizada também como medida de segurança financeira da empresa longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos os seus compromissos.

Algebricamente, podemos representar:

$$LG = \frac{AC + RLP}{PC + ELP}$$

Em que:

LG = Liquidez Geral

AC = Ativo Circulante

RLP = Realizável Longo Prazo

PC = Passivo Circulante

ELP = Exigível Longo Prazo

14. AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO – ACIONISTA

Neste tópico, serão abordados os principais índices de avaliação de desempenho econômico-financeiro do acionista preferencial com o intuito de subsidiar a pesquisa de evolução dos dividendos pagos e da valorização das ações no período descrito anteriormente, bem como os aspectos essenciais do *capital asset pricing model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965) em comparação ao *arbitrage pricing theory* – APT. Finalmente, são descritos os preceitos e fundamentos teóricos da relação risco-retorno e recomendações para sua diversificação.

Os principais índices de avaliação de desempenho econômico-financeiro que subsidiarão a pesquisa são descritos a seguir:

ÍNDICE DE PAYOUT

O índice de *payout* é a proporção do lucro líquido distribuída sob a forma de dividendos – em dinheiro – aos acionistas. Sua fórmula é:

$$IP = \frac{DD}{LL}$$

Em que:

IP = Índice de Payout

DD = Dividendos em dinheiro

LL = Lucro Líquido

ÍNDICE PREÇO/LUCRO POR AÇÃO

O conceito do índice P/L(Preço/Lucro) está diretamente relacionado ao número de anos que serão necessários para a recuperação do investimento realizado na aquisição de determinada ação no mercado.

A fórmula do índice P/L(Preço/Lucro) pode ser descrita da seguinte maneira:

$$P/L = \frac{P}{\ell}$$

Em que:

$P =$ Preço atual da ação no mercado

$\ell =$ Lucro/Ação previsto para a respectiva ação

A relação custo-benefício resultante da utilização do índice P/L(Preço/Lucro) fundamenta o método *payback* na análise de investimento. Segundo Paula Leite(1985), intrinsecamente, o índice P/L(Preço/Lucro) procura relacionar o *custo* de um investimento (P) com o seu *benefício* (ℓ).

Entretanto, há algumas restrições à interpretação do P/L(Preço/Lucro). Geralmente o índice P/L(Preço/Lucro) não é integralmente distribuído aos acionistas, ocorrendo – em muitos casos – retenção e reinvestimento do lucro pela empresa. Desta forma, o índice não representaria obrigatoriamente o número de anos para maturação e recuperação do investimento.

A segunda restrição está relacionada ao caráter cíclico dos resultados, ou seja, num período contínuo de exercícios os resultados poderão crescer ou diminuir.

VALOR PATRIMONIAL DA AÇÃO

O valor patrimonial da ação representa a relação entre o Patrimônio Líquido e o número de ações do Capital Realizado, mostrando assim a representatividade de uma ação perante o Patrimônio Líquido da empresa.

Algebricamente, podemos representar:

$$VPA = \frac{PL}{NA}$$

Em que:

VPA = Valor Patrimonial da ação;

PL = Patrimônio Líquido;

NA = Número de ações.

O valor patrimonial é uma informação nitidamente estática e retrospectiva, isto é, mede a parcela dos recursos próprios da empresa que compete a cada ação em determinado momento, com base nos valores acumulados no passado. Com isso, desvincula-se qualquer relação mais estreita entre o valor patrimonial de uma ação e seu preço de mercado. O preço de mercado da ação, mais rigorosamente, é função do desempenho esperado da empresa e não dos resultados que ela auferiu em exercícios anteriores. O desempenho passado de uma empresa é usado, algumas vezes, como uma variável das projeções dos investidores, e não como um indicador básico de suas decisões de compra ou venda.

Em suma, o valor patrimonial de uma ação é mais adequadamente interpretado como um indicador do potencial contábil futuro de uma empresa em distribuir lucros (dividendos) e de sua capitalização. Quanto mais elevado se apresentar o valor patrimonial, maior é o potencial de reservas da empresa em distribuir lucros.

LUCRO POR AÇÃO

Este indicador representa quanto do lucro total obtido corresponde a cada fração do número total de ações. Deve ser obrigatoriamente apresentado pelas sociedades por ações após o lucro líquido na Demonstração de Resultado do Exercício.

Podemos representar por:

$$LPA = \frac{LL}{NA}$$

Em que:

LPA = Lucro por ação;

LL = Lucro Líquido;

NA = Número de Ações.

RENTABILIDADE DE AÇÃO

Representa o ganho anual do acionista na aquisição de ações a preço de mercado. Pode ser representada por:

$$RDA = \frac{LPA}{PA}$$

Em que:

RDA = Rentabilidade de Ação;
LPA = Lucro por ação;
PA = Preço da Ação.

DIVIDENDO POR AÇÃO

Representa quanto do lucro distribuído cabe a cada fração do número total de ações. A apresentação deste índice é obrigatória às sociedades por ações que deverão incluí-lo na Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados. Pode ser representado por:

$$DPA = \frac{DP}{NA}$$

Em que:

DPA = Dividendo por ação;
DP = Dividendos pagos;
NA = Número de ações.

RETORNO DE CAIXA

Representa quanto efetivamente cada acionista recebe pelo investimento em ações de acordo com a cotação das mesmas a preço de mercado. A fórmula é:

$$RDC = \frac{DPA}{PA}$$

Em que:

RDC = Retorno de caixa;
DPA = Dividendo por Ação;
PA = Preço da Ação.

15. CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM) E ARBITRAGE PRICING THEORY (APT) – UMA ANÁLISE COMPARATIVA

Em mercados altamente competitivos, a diversificação do risco torna-se um instrumento eficiente ao manter a expectativa de retorno do acionista ajustada ao risco do prêmio pelo investimento. Partindo destes objetivos específicos contidos na diversificação do risco, William Sharpe (1964) e John Lintner (1965) propuseram a criação de um modelo que pudesse atender eficientemente a estes objetivos. O modelo, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, está baseado em um raciocínio que conclui com rigor matemático os aspectos que moldam a percepção e expectativa dos investidores: risco maior exige retorno proporcionalmente maior. O resultado é intuitivo; porém o método parte do princípio da existência de um mercado eficiente, ou seja, sem custos de transação, onde todos são racionais, ninguém domina o mercado e todos estão perfeitamente informados.

Sanvicente e Mellagi Filho (1988: 41) atribuem a evolução das idéias de Sharpe aos seguintes princípios:

- Nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os exclusivamente em função de suas expectativas;

- O mercado, de uma forma geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno;

- Todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes na formação de carteiras eficientes que, neste caso, está relacionada à maximização dos retornos e à minimização do risco proporcionada pela eficiência de mercado;

- Em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito. Entretanto, entendo que momentos econômicos recessivos impossibilitam o acesso equivalente às fontes de crédito em função do

próprio racionamento de capital decorrente de conjunturas econômicas recessivas;

- Os ativos seriam perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições;
- As expectativas dos investidores são homogêneas, ou seja, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado. Este princípio pode ser contestado pela própria diversidade de interesses existente;
- Inexistência de custos de transação ou impostos ou, alternativamente, seriam iguais para todos os indivíduos.

Neste contexto, Dyckman e Morse (1990:3) sugerem que o mercado acionário apresenta certas características que o torna mais eficiente que a maioria dos demais mercados. Se o mercado de ações não se comportar como eficiente, é pouco provável que os outros mercados o sejam. Segundo os autores, a maior eficiência demonstrada pelos mercados é determinada, basicamente, pela:

- Rapidez com que as ordens de compra e venda são executadas dentro do ambiente organizado desses mercados, principalmente quando se tratar de ações com um alto nível de liquidez;
- Pelo elevado número de participantes que se encontram geralmente envolvidos com as ações: investidores individuais e institucionais, corporações e instituições financeiras. No Brasil, acredito que a participação de um maior número de investidores – principalmente individuais – está condicionada à necessidade de reformas significativas no mercado de capitais. Dentre as reformas necessárias, a institucionalização pautada pela transparência das informações seria a principal reforma no estabelecimento de um mercado de capitais eficiente;
- Pela maior disseminação das informações das empresas, muitas vezes analisadas e interpretadas por especialistas, permitindo um ajuste mais rápido dos valores de mercado das ações. Entretanto, no Brasil existe ainda uma enorme resistência por parte das empresas na disseminação destas informações, impossibilitando a participação e, conseqüentemente, a eficiência de mercado.

No estudo de avaliação de investimentos e risco, é comum que seus vários modelos sejam construídos e discutidos conceitualmente a partir das hipóteses de um mercado

eficiente. Esse procedimento é adotado com o intuito de facilitar a realização dos testes empíricos dos modelos, avaliando seus resultados quando aplicados a uma situação prática.

Entretanto, dada a imperfeição do mercado, as hipóteses costumam ser abandonadas, de maneira que o modelo sugerido reflita a realidade, nem sempre perfeita, desse mercado.

Entre os aspectos de imperfeição de mercado que os modelos financeiros precisam ser testados, segundo Assaf Neto (2001:258) podem ser citados os seguintes:

- Não há uma homogeneidade nas estimativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado e de seus diversos instrumentos financeiros. É verificado na realidade prática, ainda, que as informações muitas vezes não estão igualmente disponíveis a todos os investidores, conforme preconizado pelo modelo de mercado eficiente, além de não oferecerem acesso instantâneo;

- Identicamente, o mercado não é composto unicamente de investidores racionais. Há um grande número de participantes com menor qualificação e habilidade de interpretar mais apuradamente as informações relevantes. As conseqüências, neste caso, são freqüentemente desastrosas;

- O mercado não é necessariamente sempre eficiente para valorar seus ativos negociados, sofrendo decisivas influências de políticas econômicas adotadas pelo governo, oriundas em grande parte das taxações das operações e restrições monetárias adotadas.

Desta forma, o risco deve estar proporcionalmente relacionado à remuneração exigida pelo investidor. Entretanto, ao determinar a remuneração do investidor com base exclusiva no risco do mercado, o CAPM atribui a inferência do mesmo ao coeficiente BETA. O valor de BETA dependerá de como os retornos do ativo irão variar, conjuntamente, com os retornos da carteira de mercado.

Quando um BETA for maior que 01 (um) significa expectativa de retorno maior que o retorno de mercado nas situações em que o mesmo for positivo e menor quando for negativo, indicando neste caso risco superior à média de mercado. Inversamente indica riscos inferiores à média.

Desta forma, o prêmio pelo risco de um ativo pode ser estimado pelo produto entre o BETA do ativo e o prêmio estimado por unidade de risco de mercado. Neste caso, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a fórmula algébrica que descreve a *Security Market Line* – SML é denominada *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e pode ser expressa por:

$$R_i = R_f + BETA_i(R_m - R_f)$$

Em que:

R_i = retorno esperado;

R_m = retorno esperado da carteira de mercado;

R_f = retorno do ativo livre de risco;

$R_m - R_f$ = prêmio por unidade de risco de mercado.

Na avaliação do risco de uma carteira, o BETA deve ser entendido como a média ponderada de cada ativo contido na carteira.

Pode ser expresso da seguinte maneira:

$$\beta_A = \frac{Cov(R_A, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

Em que:

β_A = BETA do ativo;

$Cov(R_A, R_{M)}$ = Covariância do retorno do ativo e do retorno de mercado;

$\sigma^2(R_M)$ = Variância dos retornos de mercado.

A definição de padrões para o ativo livre de risco e para a carteira de mercado estabelece que o retorno livre de risco é o retorno padrão do ativo livre de risco e o prêmio

pelo risco de mercado é a diferença entre o retorno de uma carteira que represente o mercado e o do ativo livre de risco. Finalmente, estimadas a *Security Market Line* – SML, denominada *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e o coeficiente BETA, será possível calcular a taxa justa de retorno em função do risco.

Entretanto, apesar de toda a fundamentação teórica que reveste o tradicionalmente utilizado *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, Ross, Westerfield e Jaffe (1995:241) destacam características importantes do *Arbitrage Pricing Theory* – APT enquanto modelo alternativo da relação entre risco e retorno.

A primeira delas é de caráter essencialmente pedagógico. Enquanto no CAPM o leitor é obrigado a passar por uma discussão de conjuntos eficientes, ou seja, iniciar a discussão com o caso de dois ativos com risco, passando-se ao caso de muitos ativos com risco e, concluindo com o caso que inclui um ativo sem risco. No APT esta discussão não é facilmente observada. Por sua vez, dentro do mesmo enfoque pedagógico, o modelo do APT acrescenta fatores até que o risco não-sistemático de um dado título deixe de estar correlacionado com o risco não-sistemático de qualquer outro título. Nesses termos, é facilmente demonstrável que:

- O risco não-sistemático cai continuamente (podendo até desaparecer) à medida que aumenta o número de títulos na carteira;
- Entretanto, os riscos sistemáticos não diminuem.

Apesar de ser possível verificar este resultado no CAPM, intuitivamente ele não foi tão claro, pois os riscos não-sistemáticos de títulos diferentes podem estar correlacionados.

A segunda diferença é de caráter aplicativo. No APT é possível trabalharmos com múltiplos fatores, enquanto no CAPM esta multiplicidade de fatores é ignorada. Esta possibilidade multifatorial do modelo APT proporciona uma melhor representatividade da realidade do mercado, ou seja, é preciso abstrair-se de muitos fatores de mercado e setoriais antes de se fazer com que o risco não-sistemático de um título deixe de estar correlacionado aos riscos não-sistemáticos de outros títulos. Através destes fundamentos, o retorno esperado de um título estará associado aos betas do título em relação aos vários fatores existentes. Portanto, com a multiplicidade de fatores será mais prático identificarmos o risco que não pode ser eliminado via diversificação. Quanto mais elevado for o beta de um título em relação

a um certo fator, mais elevado será o risco contido no título que, num mundo racional, deverá ter este risco recompensado pelo respectivo retorno.

Desta forma, por retratar uma situação próxima à realidade, o modelo do APT tem a possibilidade de medir retornos esperados mais precisamente que o CAPM.

16. RISCO E RETORNO

O conceito de risco é abrangente e, por sua abrangência, a avaliação do próprio delimita-se aos componentes do risco total: *econômico* e *financeiro*. Segundo Assaf Neto (2001), as principais causas determinantes do risco econômico são de natureza conjuntural (alterações na economia, tecnologia, políticas públicas) e do próprio planejamento e gestão da empresa (vendas, custos, preços, investimentos, produção). O risco financeiro, de outro modo, está mais diretamente relacionado com o endividamento da empresa e sua respectiva capacidade de pagamento do que com as decisões de ativos.

Dessa maneira, pode-se introduzir que o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte *sistemática* (risco conjuntural) e *não-sistemático* (risco específico ou próprio do ativo).

Ainda segundo Assaf Neto (2001:259), o *risco sistemático* é inerente a todos os ativos negociados no mercado, sendo determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Não há como se evitar totalmente o risco sistemático, sendo indicada a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para redução do risco sistemático.

O *risco não-sistemático* é identificado, de acordo com Assaf Neto (2001:260), nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si. Na percepção de Ross, Westerfield e Jaffe (1995:233) o *risco não-sistemático* é o risco que pode ser eliminado por diversificação numa ampla carteira de investimentos. Esta composição ampla da carteira de investimentos possibilitará a eliminação dos riscos existentes no segmento com maior poder de sensibilidade às variações econômicas.

Dessa maneira, segundo Assaf Neto (2001), o risco total de qualquer ativo é mensurado da forma seguinte:

Risco Total = Risco Sistemático + Risco Não Sistemático

A mensuração do risco de um investimento processa-se geralmente por meio de critério probabilístico, o qual consiste em atribuir probabilidades – subjetivas ou objetivas – aos diferentes estados de natureza esperados e, em conseqüência, aos possíveis resultados do

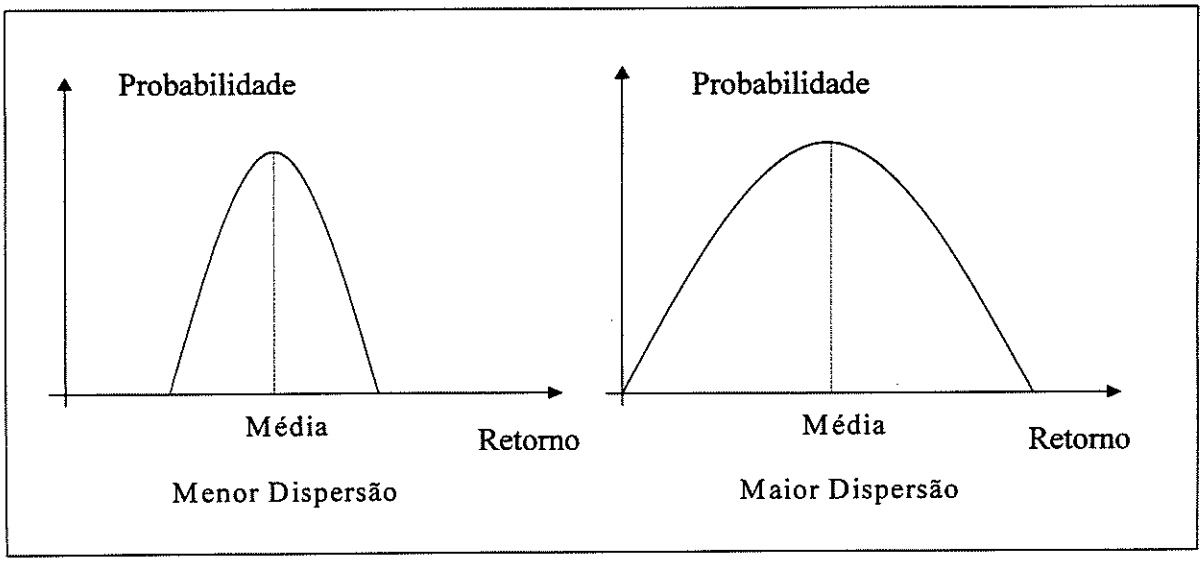
investimento. Dessa maneira, é delineada uma distribuição de probabilidades dos resultados esperados, e mensuradas suas principais medidas de dispersão e avaliação do risco.

A probabilidade *objetiva* pode ser definida a partir de séries históricas de dados e informações, freqüências relativas observadas e experiência acumulada no passado. A probabilidade *subjetiva,* por seu lado, tem como base a intuição, o conhecimento, a experiência do investimento e, até mesmo, um certo grau de crença da unidade tomadora de decisão.

Neste ambiente, o risco pode ser interpretado pelos desvios previsíveis dos fluxos futuros de caixa resultantes de uma decisão de investimento, encontrando-se associado a fatos considerados como de natureza incerta. Sua principal medida estatística é a variabilidade dos resultados esperados de caixa em relação à média. O retorno esperado está vinculado aos fluxos incertos de caixa do investimento, sendo determinado pela ponderação entre os valores financeiros esperados e suas respectivas probabilidades de ocorrência.

O gráfico abaixo demonstra os diferentes graus de dispersão dos valores em relação à média de distribuição:

Gráfico 2.1. Distribuição de Retorno.



Fonte: Assaf Neto(2001)

Neste caso, um maior grau de dispersão (variância e desvio-padrão) pode denotar um maior grau de risco de um ativo em relação ao ativo com menor grau de dispersão, ou seja, a variabilidade maior da média (retorno esperado) do ativo com maior dispersão, em relação aos possíveis resultados, pode representar uma alta expectativa de risco desse ativo. Portanto,

42546

desvio-padrão, como medida de risco, será determinado na decisão de investimento ser
omada a partir da média dos possíveis retornos de um ativo. Desta forma, indica se o valor
médio esperado dos retornos é representativo da distribuição apresentada pelo título em
avaliação.

17. DIVERSIFICAÇÃO DO RISCO

A mensuração do risco de qualquer ativo dá-se, segundo Assaf Neto (2001:272), pela variabilidade dos retornos projetados em torno do retorno esperado, ou seja, pelo grau de dispersão dos retornos em relação à média. A medida estatística usualmente adotada para quantificar o risco de um ativo é o desvio-padrão.

Por meio do conceito de diversificação, é possível esperar que ativos com risco possam ser combinados no contexto de portifólio ou carteira como forma de apurar-se um risco menor que o calculado para cada um de seus componentes. Assim, desde que os retornos dos ativos das carteiras não sejam correlacionados de forma perfeita e positiva entre si, há sempre uma redução do risco da carteira pela diversificação. Portanto, o fator preponderante para uma combinação eficiente na redução do risco deve descartar a correlação positiva e perfeita entre os ativos.

Porém, essa redução constatada em uma carteira diversificada ocorre até certo limite, sendo impraticável a eliminação total do risco da carteira. Isso ocorre pela dificuldade de encontrar-se – na prática – investimentos com correlação perfeitamente negativa, conseguindo-se tão somente a minimização do risco e não sua eliminação completa.

Entretanto, ao repartirmos eficientemente as aplicações em ativos com covariâncias inversas, conseguimos reduzir o risco total de uma carteira pela redução do risco diversificável, mantendo-se, contudo, o risco sistemático comum a todos os ativos, ou seja, conforme se amplia a diversificação da carteira por meio da inclusão de mais títulos, seu risco total decresce em função da redução do risco diversificável ou não-sistemático. Este processo é limitado pela presença do risco sistemático, comum a todos os títulos. A partir de certo número de títulos, o risco da carteira se mantém praticamente estável, correspondendo unicamente a sua parte não-diversificável ou sistemático.

CAPÍTULO III

1. HISTÓRICO DO PROGRAMA BRASILEIRO DE DESESTATIZAÇÃO

A desestatização faz parte da agenda nacional há muitos anos, tendo passado por fases distintas. A primeira – de 1981 a 1989 - caracterizou-se pela incorporação pelo governo Federal de empresas que haviam sido absorvidas por estarem em situação falimentar. Não havia, ainda, por parte do governo, intenção de implementar um programa de larga escala, mas apenas o objetivo de desfazer-se de empresas que vieram parar em suas mãos por insucessos empresariais. Essa fase abrangeu empresas de pequeno porte e seus resultados econômicos foram modestos. Na realidade, o principal objetivo era evitar que o governo ampliasse ainda mais sua presença no setor produtivo e não gerar receitas para o Tesouro.

Em 1990, o governo Fernando Collor de Mello fez da desestatização parte integrante e fundamental das reformas estruturais a serem implementadas na sua gestão, iniciando a segunda fase do programa com a criação do PND (Programa Nacional de Desestatização). Sua magnitude e escopo foram significativamente ampliados: 34 empresas do setor produtivo estatal e 32 participações minoritárias foram incluídas no PND, e apenas a venda da Usiminas, em outubro de 1991, permitiu a arrecadação de mais do dobro do obtido até então. Assim – no período compreendido entre 1991 e 1993 – o PND concentrou esforços na venda de empresas estatais consideradas estratégicas no modelo nacional-desenvolvimentista dos anos setenta, o que explica a grande participação dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes. Neste mesmo período, as moedas de desestatização - títulos representativos da dívida pública federal - foram quase que exclusivamente utilizadas. Segundo resultados do PND disponibilizados pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), foram arrecadados, de 1991 a 1993, o equivalente a US$9,5 milhões, sendo 23% deste valor proveniente de transferências de dívidas.

O governo Itamar Franco, ao iniciar a terceira fase do PND, procurou dar mais ênfase a aspectos como utilização de moeda corrente em percentual maior, impacto fiscal da desestatização, amplitude de distribuição de ações, formas inovadoras de ofertas públicas de ações, entre outros. No intuito de ampliar e democratizar o programa, foram introduzidas mudanças na legislação, tais como ampliação do uso de créditos contra o Tesouro Nacional como moeda de desestatização, a venda de participações minoritárias detidas direta ou indiretamente pela União e a eliminação da discriminação contra investidores estrangeiros, permitindo sua participação em até 100% do capital votante.

O programa arrecadou, em 1994, cerca de US$2,3 milhões, sendo eficiente no objetivo de redução do endividamento do setor público, na medida em que os recursos arrecadados foram usados para resgatar dívida pública de curto prazo. Cabe ressaltar ainda que, 89% (oitenta e nove por cento) do recebimento em moeda corrente de todo o PND (Programa Nacional de Desestatização) ocorreram em 1994, elevando a participação dos recursos em moeda corrente de praticamente zero no período de 1991 a 1992 para 18,6% no período 1991-1994. O Governo Itamar Franco promoveu a desestatização de 18 empresas, arrecadando com esta ação aproximadamente US$12 milhões entre receita de vendas e dívidas transferidas.

Tabela 3.1. Balanço do PND (Programa Nacional de Desestatização).

US$Milhões

PERÍODO	EMPRESAS DESESTATIZADAS	RECEITA DE VENDAS	DÍVIDAS TRANSFERIDAS	TOTAL
1991	4	1.614	374	1.988
1992	14	2.401	982	3.383
1993	6	2.627	1.561	4.188
1994	9	1.966	349	2.315
1995	8	1.003	625	1.628
1996	11	4.080	669	4.749
1997	4	4.265	3.559	7.824
1998	7	1.655	1.082	2.737
1999	2	133	-	133
2000*	2	7.670	-	7.670
2001**	1	1.090	-	1.090
2002***	1	1.976	-	1.976
Total	69	30.480	9.201	39.681

Fonte: BNDES.
Atualizado em 24/04/2002
*Valor inclui oferta aos empregados da Gerasul, leilão de ações no âmbito do decreto 1.068, oferta pública de ações da Petrobrás e desestatização do Banespa.
**Venda de ações no âmbito do decreto 1.068, ações preferenciais da Petrobrás e desestatização do Banco do Estado de Goiás.
***Vendas de ações no âmbito do decreto 1.068. Desestatização do Banco Estado do Amazonas e oferta pública das ações ordinárias da Companhia Vale do Rio Doce, remanescentes do leilão de desestatização da empresa.

O balanço total do PND mostra que já foram arrecadados aproximadamente US$40 milhões com a desestatização de diversas empresas no âmbito federal e estadual, além de terem sido transferidos, para o setor privado, dívidas de US$9,2 milhões. Além disso, pode-se destacar, ainda, como efeitos indiretos do processo de desestatização, o aumento de impostos recolhidos (na medida em que empresas antes deficitárias passam a apresentar lucros), a

preocupação com o meio ambiente, a geração de empregos indiretos e os aumentos de produtividade e lucratividade.

O PND é um dos principais instrumentos da reforma do Estado, sendo parte integrante do programa do governo Fernando Henrique Cardoso. A prioridade a ele conferido exige que sua execução seja ágil e, assim, que as grandes decisões sejam tomadas pelos mais elevados níveis do Governo, o que justifica a criação, para a condução do Programa, do CND (Conselho Nacional de Desestatização), integrado por Ministros de Estado, presidido pelo Ministro do Planejamento e Orçamento e subordinado diretamente ao Presidente da República.

Esta nova configuração institucional tem, assim, as vantagens de ampliar o alcance do programa e conferir-lhe maior agilidade, sem prejuízo do rigor técnico e da transparência a que devem estar submetidas às operações de desestatização.

CONTEXTO INSTITUCIONAL – SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES

Até meados da década de noventa, o formato dos serviços públicos de telecomunicações no Brasil era o de monopólio estatal. Anteriormente a este período, vigorava no Brasil o sistema de concessões, através do qual as operadoras estrangeiras exploravam as redes de telecomunicações das principais capitais brasileiras. Nas décadas de cinqüenta e sessenta existiam, em média, cerca de 900 (novecentas) concessionárias, geralmente localizadas nas principais capitais. Diante desta concentração, estados como Norte, Nordeste e Centro-Oeste não contava sequer com um único posto telefônico. No final dos anos sessenta, o Brasil tinha um índice de teledensidade de 1,61 telefone por cada 100 habitantes.

A criação da Telebrás, através da lei 5.792 de 11 de junho de 1972, vinculada ao Ministério das Comunicações, é o marco para formação da base do sistema de telecomunicações no Brasil. A lei que criou a *holding* fixou o princípio da estatização da exploração dos serviços de telecomunicações e de modernização do sistema nacional de telecomunicações. As principais medidas para articular a evolução tecnológica e de serviços foram: planejar os serviços públicos e promover a sua implantação, gerir a participação acionária do Governo Federal nas empresas de serviços públicos de telecomunicações, coordenar e prestar assistência técnica e administrativa às empresas operadoras, às indústrias e

aos órgãos de pesquisa e desenvolvimento, visando redução de custos operacionais e maior produtividade dos investimentos, promover a captação de recursos nacionais e estrangeiros, incentivar a formação e treinamento de pessoal.

Entretanto, em 15 de agosto de 1995 – através da emenda constitucional no. 08 – foi extinto o monopólio estatal das telecomunicações e aberto o setor à participação do capital privado. Em dezembro de 1996, foi enviado ao congresso nacional o projeto de lei definindo o novo arcabouço institucional e regulatório do sistema de telecomunicações, cuja aprovação, em 16 de julho de 1997, deu origem à nova Lei Geral das Telecomunicações Brasileiras.

A Lei Geral de Telecomunicações definiu o novo formato institucional do setor de telecomunicações no Brasil. De acordo com a nova lei, compete à União, por intermédio do órgão regulador, a Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel, organizar a exploração dos serviços de telecomunicações. A etapa seguinte foi a implementação do plano geral de outorgas que estabeleceu, entre outras definições, divisão do país em regiões para exploração dos serviços de telecomunicações e o plano geral de metas de universalização na prestação dos serviços de telecomunicações.

Simultaneamente, o governo federal preparou a reestruturação e a desestatização das empresas do sistema Telebrás, de modo que o resultado fosse compatível com o plano geral de outorgas, separando-se as operações de telefonia fixa das operações de telefonia móvel.

Em 29 de julho de 1998, após amplo e cuidadoso processo de transformação ocorrido no setor de telecomunicações brasileiro, o sistema Telebrás foi desestatizado pela cifra de R$22,057 bilhões, com um ágio superior a sessenta e três por cento do preço mínimo de venda proposto.

O resultado final do leilão de desestatização do sistema Telebrás pode ser visualizado abaixo:

Tabela 3.2. Resultado do leilão de desestatização do sistema Telebrás.

R$Bilhões

EMPRESA	PREÇO MÍNIMO	PREÇO OFERTADO	CONSÓRCIO	ÁGIO (%)
Telesp Participações (Fixa)	3.520	5.783	Telefónica de España/Portugal Telecom, Iberdrola, Banco BBV	64,28
Tele Centro Sul Participações (Fixa)	1.950	2.070	Telecom Itália	6,15
Tele Norte Leste Participações (Fixa)	3.400	3.434	Andrade Gutierrez/Inepar, Sul América Seguros, Funcef, Antônio Dias Leite e Aliança da Bahia.	1,00
Embratel Participações (Fixa)	1.800	2.650	MCI	47,22
Telesp Celular Participações	1.100	3.588	Portugal Telecom	226,18
Telemig Celular Participações	230	756	Telesystem, Fundos de Pensão e Opportunity.	228,70
Tele Sudeste Celular Participações	570	1.360	Telefónica de España, Iberdrola. Itochu e NTT	138,60
Tele Celular Sul Participações	230	700	Globo, Bradesco e Telecom Itália.	204,84
Tele Centro Oeste Celular Participações	230	440	Grupo Beldi (Splice)	91,30
Tele Nordeste Celular Participações	225	660	Globo, Bradesco e Telecom Itália.	193,83
Tele Norte Celular Participações	90	188	Fundos de Pensão, Opportunity e Telesystem.	108,88
Tele Leste Celular Participações	125	428,8	Telefónica de España, Iberdrola	242,40
Total da Venda		22.057		63,76

Fonte: Ministério das Comunicações (2000)

Com a desestatização do sistema Telebrás, o plano geral de metas de universalização na prestação de serviços de telecomunicações proposto pela Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel foi efetivamente colocado em prática, apresentado alguns resultados significativos, conforme descrito abaixo:

- Em 1994 existiam 13,3 milhões de telefones instalados no país. Em 1998, ano da desestatização, eram 22,1 milhões de telefones. Em 2000, 35 milhões e em 2005 existirão aproximadamente 58 milhões de telefones.[1]
- Entre maio e junho de 2000, o setor de telecomunicações contribuiu com 23% de todas as exportações realizadas pela indústria eletroeletrônica. Em 1999 foram exportados aproximadamente R$350 milhões em aparelhos celulares e, no primeiro semestre de 2000, este valor saltou para aproximadamente R$500 milhões.[2]
- No período de 1998 - 2002, o número de usuários de telefonia móvel passou de 870 mil para 16 milhões de usuários.[3]
- Em 2001, a rede fixa do estado de São Paulo foi ampliada em 15% com a instalação de mais 1,9 milhões de linhas, atingindo uma das mais altas taxas de teledensidade da América do Sul: 33,8 telefones para cada 100 habitantes. Portanto, a meta estabelecida pela Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel para 2001 – que corresponde a 8,3 milhões de linhas fixas instaladas – foi amplamente superada. A planta de telefonia pública cresceu 38,19%, atingindo 342.753 telefones, ou 94.714 a mais em relação a 2000.
- Das localidades identificadas como "sem atendimento STFC (Serviço de Telefonia Fixa Comutada)", 247 deles passaram a dispor de pelo menos 01 telefone de uso público (TUP) instalado e disponível 24 horas, com capacidade para efetuar e receber chamadas locais e de longa distância. Atualmente, todas as localidades dispõem de pelo menos três telefones de uso público (TUP) por grupo de 100 habitantes.
- Desta forma, São Paulo é o estado com a maior penetração desse serviço, com média de 9,18 telefones públicos para cada 1.000 habitantes. Do total de telefones públicos existentes em 2001 no estado de São Paulo, 8.672 são destinados ao uso de deficientes motores, auditivos e de fala, representando um

[1] Anatel – Agência Nacional de Telecomunicações. 2000
[2] Abinee – Associação Brasileira de Eletroeletrônicos. 2000.
[3] Fundação Seade. 2002

aumento de 46,65% em relação a 2000. O índice de qualidade de serviços alcançado pela Telesp – Telecomunicações de São Paulo em dezembro de 2001 foi de 2,30 reclamações por erro em conta por 1000 contas emitidas, superando a meta estabelecida pela Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel que é de, no máximo, 4,0 reclamações por erro em conta por cada 1000 contas emitidas.

1999 – devido à reestruturação societária – a TELESPAR – Telesp Participações S.A. recebeu uma nova denominação social: TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A., uma corporação organizada sob as leis da República Federativa do Brasil, formada a partir da cisão da TELEBRAS – Telecomunicações Brasileiras S.A., em 22 de maio de 1998. A TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A. é a principal provedora dos serviços públicos de telecomunicações de linha fixa no estado de São Paulo. Em 29 de julho de 1998, o governo brasileiro privatizou a companhia, vendendo as ações de controle da TELESPAR – Telesp Participações S.A.

Em continuidade ao programa de reestruturação societária e objetivando a racionalização das operações entre sociedades, redundâncias administrativas e, conseqüentemente, redução dos custos, a Assembléia Geral Extraordinária aprovou em 27 de novembro de 2000 a incorporação da controlada CETERP – Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto.

Em 30 de janeiro de 2001, a sociedade passou por uma cisão parcial representada pelo investimento e valores a receber na controlada integral Telefônica Empresas S.A., constituindo-se, a partir deste evento, a Telefônica Data Brasil Holding S.A., tendo como principal objetivo à segregação das atividades operacionais relativas aos serviços de Rede Comutada por Pacotes. Com esta operação, a Telefônica Data Brasil Holding S.A. tem como função a realização dos investimentos necessários para o desenvolvimento das atividades operacionais relacionados aos serviços de Rede Comutada por Pacotes visando alavancar a posição estratégica e competitiva da Telefônica Empresa S.A.

O contrato de concessão da TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A. expira em 31 de dezembro de 2005, podendo ser renovado por um período de 20 (vinte) anos. Segundo determinado na Assembléia Geral Extraordinária da empresa controlada, Telesp - Telecomunicações de São Paulo S.A., realizada em 30 de janeiro de 1998, os negócios de telecomunicações celulares foram cindidos, formando, a partir de 01 de janeiro de 1998, uma nova empresa: A Telesp Celular S.A., sendo este consórcio liderado pela Portugal Telecom.

Os negócios das controladas, incluindo os serviços que esta pode fornecer e as tarifas por ela cobradas, são regulamentados pela Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel, a autoridade regulamentadora da indústria brasileira de telecomunicações, conforme estabelecido na Lei no. 9.472 de 16 de julho de 1997 e respectivos regulamentos, decretos, decisões e planos.

2. REESTRUTURAÇÃO DO SEGMENTO DE TELEFONIA FIXA NO ESTADO DE SÃO PAULO

Em novembro de 1999, visando unificar e racionalizar o uso de seus ativos, a TELESPAR – Telesp Participações S.A., TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A., CTBC – Companhia Telefônica da Borda do Campo e SPT Participações S.A. (controladora da TELESPAR S.A.) promoveram uma ampla reestruturação do grupo responsável pelos serviços de telefonia fixa no Estado de São Paulo.

Uma nova empresa – SPT Participações S.A. – foi constituída com contribuição em capital das ações da TELESPAR que a SP Telecom possuía. A dívida originalmente gerada com a aquisição da TELESPAR permaneceu na SP Telecom. Após esta etapa, a TELESP incorpora a CTBC. Posteriormente, a TELESPAR incorpora a TELESP e a SPT. Finalmente, a TELESPAR torna-se concessionária de "Nova TELESP", continuando a negociar suas ações nas bolsas de valores de São Paulo e Nova Iorque.

Segundo relatório da Salomon Smith Barney (1999), os principais benefícios resultantes deste processo de reestruturação são:

FINANCEIROS

- Melhora do fluxo de caixa resultante de aproveitamento do crédito fiscal;
- Eliminação das transações "intercompany" e custos associados;
- Acesso aos mercados de dívida sem "descontos" – pelo fato de ser uma *holding* – já que passa a possuir ativos operacionais.

OPERACIONAIS

- Eliminação de redundâncias administrativas;
- Facilitação na criação e consolidação de uma marca única.

LEGAIS

- Eliminação de relatórios redundantes para o mercado e para a CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

MERCADO

- A empresa remanescente terá maior liquidez e maior capitalização de mercado;
- Eliminação de múltiplas cotações em bolsas de valores;
- Simplificação da análise da companhia por parte dos analistas e investidores.

A equidade das relações de troca das ações, calculadas com o objetivo de se dar um tratamento justo ao conjunto de acionistas do grupo TELESP e manter o equilíbrio econômico entre as várias partes, foi validada pela Salomon Smith Barney (1999).

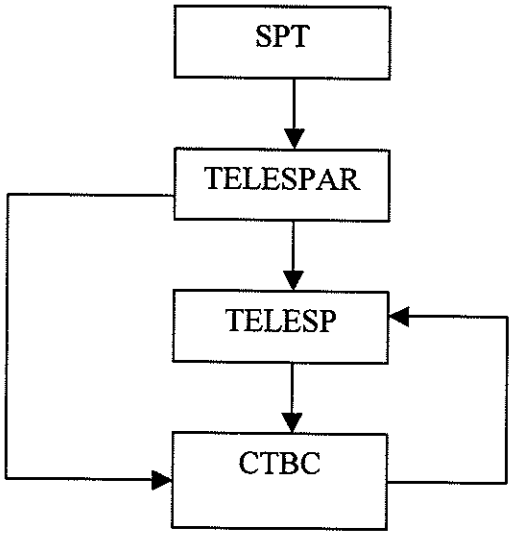
Na troca das ações da CTBC pelas ações da TELESP, devido à baixa liquidez das ações da CTBC, optou-se por avaliá-las pelo patrimônio líquido a preços de mercado de acordo com o artigo 264 da Lei das S.A. Entretanto, para se preservar o valor relativo das companhias, a TELESP também foi avaliada pelo mesmo método nesta etapa. A relação de troca considerada nesta etapa da operação, segundo laudo de avaliação elaborado pela Salomon Smith Barney (1999), foi:

3,3538 Telesp ON e PN para cada CTBC ON e PN

De acordo com o artigo 45 da Lei das S.A., os acionistas da CTBC dissidentes da incorporação tiveram direito de recesso pelo valor patrimonial de suas ações, sendo conferido a estes os mesmos direitos e privilégios dos atuais acionistas da TELESP.

Graficamente, a incorporação pode ser representada:

Gráfico 4.1. Incorporação da CTBC pela TELESP.



Na troca das ações da TELESP pelas ações da TELESPAR, dada a alta liquidez de ambas nas bolsas brasileiras, optou-se pela avaliação a valores de mercado. Para obtenção de uma amostra adequada e eliminação das distorções causadas pela volatilidade, foi utilizada uma média das cotações de fechamento dos últimos 60(sessenta) pregões anteriores ao início do processo de reestruturação. A relação de troca para esta etapa da operação foi:

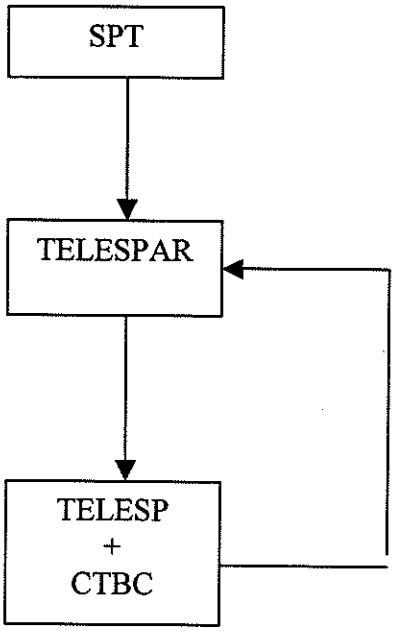
7,0091 TLPP3 para cada TLSP3

5,4173 TLPP4 para cada TLSP4

De acordo com o artigo 137 da Lei das S.A., os acionistas dissidentes da TELESP poderão sair da sociedade através da venda de suas ações no mercado, dado que a TELESP possui ações líquidas e faz parte do índice BOVESPA, sendo também conferido a estes os mesmos direitos e privilégios dos atuais acionistas da TELESPAR.

Graficamente, a incorporação pode ser representada:

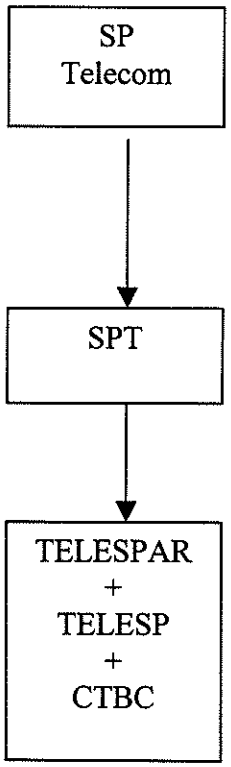
Gráfico 4.2. Incorporação da TELESP pela TELESPAR.



Na troca das ações da SPT pelas ações da TELESPAR, foi utilizado – segundo critério de crédito fiscal calculado pela Salomon Smith Barney (1999) – o valor presente do crédito fiscal.

Graficamente, pode ser representada:

Gráfico 4.3. Incorporação da SPT pela TELESPAR.

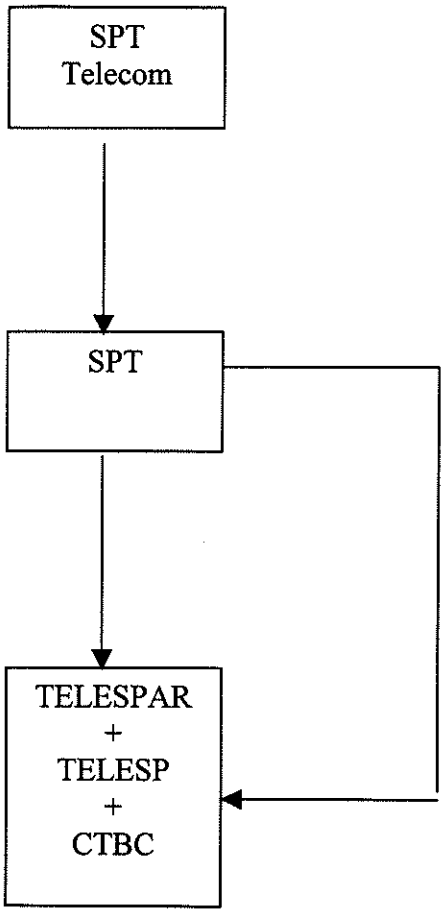


A relação de troca das ações observou o critério de avaliação com base no valor de cotação de fechamento das ações preferenciais e ordinárias, da TELESPAR, dos últimos 60 (sessenta) pregões antes da publicação do fato relevante.

O crédito fiscal da SPT foi avaliado pelo seu valor econômico para fins de determinação da relação de troca, sendo atribuídas às ações (ON's e PN's) correspondentes, com base no valor de cotação de fechamento das ações preferenciais e ordinárias, da TELESPAR, dos últimos 60 (sessenta) pregões antes da publicação do fato relevante. Aos acionistas da SPT foram conferidos os mesmos direitos dos atuais acionistas da TELESPAR. Para fins de incorporação, ficou decidida a adoção do valor contábil do Patrimônio Líquido da SPT.

Graficamente, pode ser representada:

Gráfico 4.4. Incorporação da TELESPAR pela SP TELECOM.

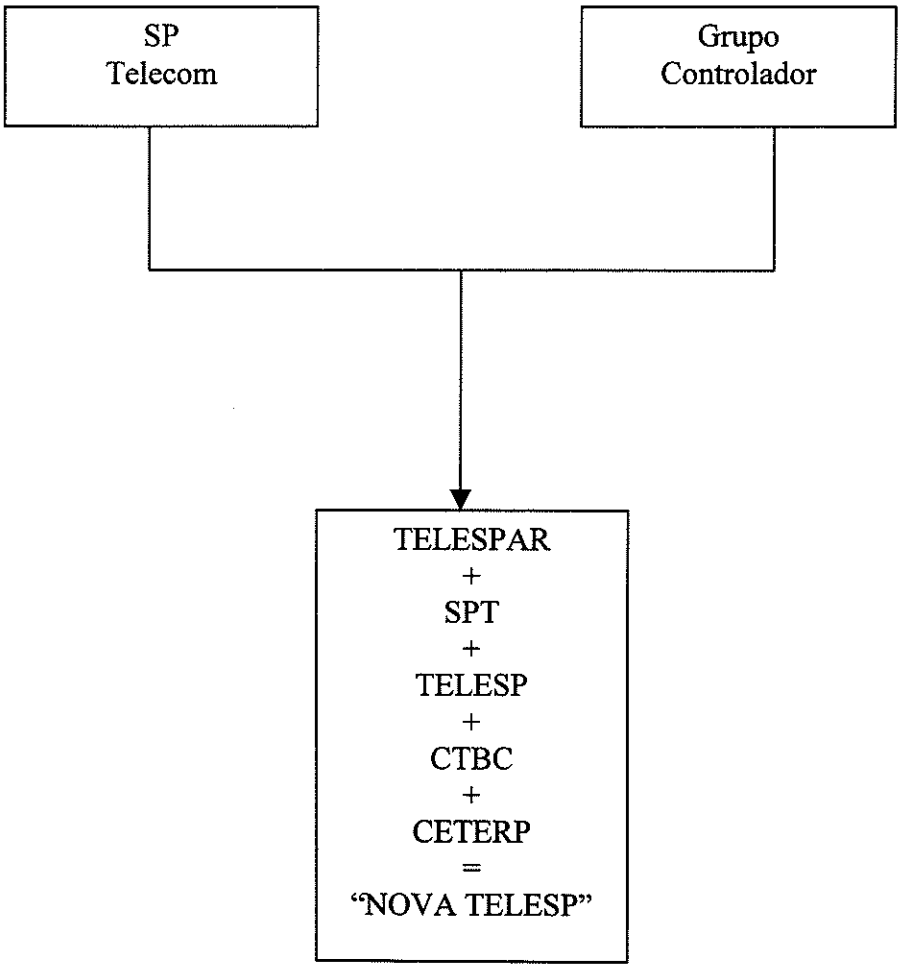


No decorrer do ano de 1999, conforme divulgado em fato relevante, o grupo controlador aumentou sua participação nas empresas do Grupo TELESP e em outras controladas do Brasil.

Na incorporação, o acervo líquido da SPT foi transferido para a TELESPAR, integrando as contas de capital e reservas. O valor do capital por ação da TELESPAR foi preservado após a incorporação da SPT. O patrimônio líquido da TELESPAR foi reduzido pelo investimento detido pela SPT e aumentado pelo valor do acervo líquido transferido. O investimento atual da SPT foi cancelado, sendo re-emitidas ações em favor da SP Telecom.

Graficamente, a situação final da incorporação pode ser representada:

Gráfico 4.5. Estrutura da "NOVA TELESP".



Após o processo de reestruturação societária, a composição acionária do grupo controlador sofreu – durante os anos de 2000 e 2001 – pequenas modificações.

No início do ano de 2001, a Telefônica S.A. detinha 30,30% das ações ordinárias e 77,93% das ações preferenciais da Telesp e a SP Telecom Holding S.A., em conjunto com a Tele Ibero Americana Ltda. (controlada da Telefônica Internacional S.A.) detinham 54,04% das ações ordinárias e 9,19% das ações preferenciais da Telesp.

A participação acionária da Telefônica S.A., constituída em decorrência do encerramento da oferta pública de trocas de ações por BDR's, concluída em 30 de junho de 2000, foi transferida para a Telefônica Internacional S.A., em 06 de fevereiro de 2001. O objetivo da referida transferência foi dar continuidade à reorganização de seus negócios, de

forma a permitir a consolidação operacional e gerencial de suas linhas de negócio consoante sua posição estratégica e competitiva.

Ao término do ano de 2001, a Telefônica Internacional S.A. detém 30,30 das ações ordinárias e 79,68% das ações preferenciais da Telesp e a SP Telecom Holding S.A., em conjunto com a Tele Ibero Americana Ltda. (controlada da Telefônica Internacional S.A.) detém 54,04% das ações ordinárias e 9,19% das ações preferenciais da Telesp.

CAPÍTULO V

1. AMOSTRA

O objetivo principal deste capítulo é avaliar o desempenho econômico-financeiro da Telesp – Telecomunicações de São Paulo – no segmento de telefonia fixa – antes e depois do processo de desestatização através do modelo de análise de balanço proposto por Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998) no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001, bem como a evolução do investimento através dos preços das ações preferenciais do acionista, a respectiva relação risco-retorno e o *capital asset pricing model* – CAPM segundo Sharpe (1964) e Lintner (1965). Para tanto, foram utilizados dados contábeis do período descrito obtidos através dos balanços patrimoniais, demonstrações de resultados de exercícios e dos dados financeiros do banco de dados Economática.

A partir destes dados contábeis e financeiros, são calculados os indicadores de desempenho econômico-financeiro da empresa e do acionista preferencial.

2. DADOS CONTÁBEIS

Para este estudo, foram utilizados os componentes do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício constantes da tabela abaixo:

Tabela 5.1. Componentes do Balanço Patrimonial.

Ativo Circulante	Realizável a Longo Prazo	Ativo Permanente	Ativo Total	Passivo Circulante
Exigível a Longo Prazo	Passivo Total	Patrimônio Líquido		

Tabela 5.2. Componentes da Demonstração de Resultado do Exercício.

Receita Líquida	Receita Bruta	Resultado Operacional Total	Resultado Líquido	Dividendos Pagos
Lucro por Ação	Juros sobre Capital Próprio			

3. INDICADORES DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO - EMPRESA

Conforme descrito anteriormente, na avaliação do desempenho econômico-financeiro da empresa, através da análise de balanço, foram utilizados os componentes do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício.

Com base nestes componentes, foram calculados os seguintes indicadores:

Tabela 5.3. Indicadores de Avaliação de Desempenho - Empresa.

SÍMBOLO	ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA	SIGNIFICADO
LL/VL	Margem Líquida	$\frac{LL}{VL}$ x100	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R$100,00 vendidos	Quanto maior, melhor.
LL/AT	Retorno sobre o Ativo	$\frac{LL}{AT}$ x100	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R$100,00 de investimento total	Quanto maior, melhor.
V/AT	Giro do Ativo	$\frac{VL}{AT}$	Quanto a empresa vendeu para cada R$1,00 de investimento total	Quanto maior, melhor.
LL/PL	Retorno sobre Patrimônio Líquido	$\frac{LL}{PL}$ x100	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R$100 de capital próprio investido	Quanto maior, melhor.
LI	Liquidez Imediata	$\frac{AC}{PC}$	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada R$1,00 de Passivo Circulante	Quanto maior, melhor.
LG	Liquidez Geral	$\frac{AC+RLP}{PC+ELP}$	Quanto a empresa possui de ativo total para cada R$1,00 de dívida total	Quanto maior, melhor.
PC/PL	Endividamento	$\frac{PC}{PL}$ x100	Qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais	Quanto menor, melhor.
AP/PL+ELP	Grau de Imobilização de Capitais Permanentes	$\frac{AP}{PL+ELP}$ x100	Qual o percentual dos recursos não-correntes foi destinado ao Ativo Permanente	Quanto menor, melhor.

Fonte: Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998).

4. INDICADORES DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO – ACIONISTA

Na avaliação do desempenho econômico-financeiro do acionista preferencial, através da análise de indicadores, foram também utilizados os componentes do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício e dados financeiros do banco de dados Economática.

Com base nestes componentes, foram calculados os seguintes indicadores:

Tabela 5.4. Indicadores de Avaliação de Desempenho – Acionista.

SÍMBOLO	ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA	SIGNIFICADO
DD/LL	Payout	$\frac{DD}{LL}$	Percentual do lucro líquido distribuído sob a forma de dividendos	Para o acionista; quanto maior, melhor.
P/L	Preço sobre Lucro por Ação	$\frac{PA}{LPA}$	Número de anos necessários para a recuperação do investimento inicial	Para o acionista, quanto menor, melhor.
PL/NA	Valor Patrimonial da Ação	$\frac{PL}{NA}$	Relação entre o Patrimônio Líquido e o número de ações	Para o acionista, quanto maior, melhor.
LPA/PA	Rentabilidade da Ação	$\frac{LPA}{PA}$ x100	Qual o ganho anual do acionista em ações a preço de mercado	Para o acionista, quanto maior, melhor.
DP/NA	Dividendo por Ação	$\frac{DP}{NA}$	Quanto do lucro distribuído cabe a cada ação	Para o acionista, quanto maior, melhor.
DPA/PA	Retorno de Caixa	$\frac{DPA}{PA}$ x100	Qual o retorno efetivo do acionista na aquisição de ações de acordo com a cotação da mesma	Para o acionista, quanto maior, melhor.

Fonte: Assaf Neto (1998) e Matarazzo (1998).

5. RESULTADOS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO – EMPRESA

Após a aplicação do modelo de análise de balanço, obtivemos os seguintes resultados quanto à evolução dos indicadores de desempenho da Telesp – Telecomunicações de São

Paulo no período de 1997 a 2001. Os dados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício referem-se a resultados consolidados.

Tabela 5.5. Indicadores de Desempenho Financeiro – 1997/2001.

Ano / Indicadores	1997	1998	1999	2000	2001
Margem Líquida (%)	22,38	15,07	13,89	20,11	17,41
Retorno sobre o Ativo (%)	7,48	4,38	4,12	7,36	6,90
Giro do Ativo	0,33	0,29	0,29	0,36	0,39
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (%)	9,80	7,98	5,34	10,16	10,72
Endividamento (%)	15,00	29,15	21,41	30,69	41,67
Grau de Imobilização de Capitais Permanentes (%)	104,78	138,65	92,82	102,98	106,80
Liquidez Imediata	1,15	0,95	0,72	0,64	0,60
Liquidez Geral	0,77	0,90	0,98	0,72	0,61

Fonte: Balanços Patrimoniais 1997/2001.

Tabela 5.6. Análise Horizontal – Ativo / Passivo.

Período 1997/2001. (R$milhões)

Ativo/Passivo	1997	AH	1998	AH	1999	AH	2000	AH	2001	AH
Ativo Circulante	1.941.837	-	2.359.337	121,5	2.146.245	90,9	2.859.630	133,2	3.665.493	128,1
Realizável Longo Prazo	58.857	-	451.628	667,3	1.874.786	315,1	1.116.654	59,5	1.324.051	118,5
Permanente	12.702.874	-	12.659.973	99,6	13.835.719	109,2	16.002.624	115,6	17.838.369	111,4
TOTAL	14.703.568	-	15.470.938	105,2	17.856.750	115,4	19.978.908	111,8	22.827.913	114,2
Passivo Circulante	1.683.797	-	2.473.959	146,9	2.950.842	119,2	4.440.234	150,4	6.125.558	137,9
Exigível Longo Prazo	903.932	-	731.020	80,8	1.128.645	154,3	1.074.254	95,1	2.003.032	186,4
Patrimônio Líquido	12.115.839	-	12.265.959	101,2	13.777.263	112,3	14.464.420	104,9	14.699.323	101,6
TOTAL	14.703.568	-	15.470.938	105,2	17.856.750	115,4	19.978.908	111,8	22.827.913	114,2

Fonte: Balanços Patrimoniais 1997/2001.

Tabela 5.7. Análise Horizontal – DRE.

Período 1997/2001. (R$milhões)

	1997	AH	1998	AH	1999	AH	2000	AH	2001	AH
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	4.915.682	-	4.496.143	91,4	5.295.508	117,7	7.309.683	138,0	9.048.848	123,7
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(2.235.236)	-	(2.548.038)	113,9	(3.323.656)	130,4	(4.142.002)	124,6	(4.865.254)	117,4
Resultado Bruto	2.680.486	-	1.948.105	72,6	1.968.852	101,0	3.167.681	160,8	4.183.594	132,0
Resultado Operacional	1.721.284	-	834.274	48,46	(368.900)	(44,2)	970.508	(263,0)	887.430	91,4
Resultado antes de Tributação e Participações	1.703.376	-	880.111	51,6	(394.339)	(44,8)	1.038.563	(263,3)	870.602	83,8
Lucro Exercício	1.100.222	-	677.646	61,5	735.834	108,5	1.470.062	199,7	1.576.305	107,2

Fonte: Balanços Patrimoniais 1997/2001.

Tabela 5.8. Análise Vertical – Ativo / Passivo.

Período 1997/2001. (R$milhões)

Ativo/Passivo	1997	AV%	1998	AV%	1999	AV%	2000	AV%	2001	AV%
Ativo Circulante	1.941.837	13,2	2.359.337	15,2	2.146.245	12,0	2.859.630	14,3	3.665.493	16,0
Realizável Longo Prazo	58.857	0,4	451.628	2,9	1.874.786	10,4	1.116.654	5,5	1.324.051	5,8
Permanente	12.702.874	86,3	12.659.973	81,8	13.835.719	77,4	16.002.624	80,0	17.838.369	78,1
TOTAL	14.703.568	100,0	15.470.938	100,0	17.856.750	100,0	19.978.908	100,0	22.827.913	100,0
Passivo Circulante	1.683.797	11,4	2.473.959	15,9	2.950.842	16,5	4.440.234	22,2	6.125.558	26,8
Exigível Longo Prazo	903.932	6,1	731.020	4,7	1.128.645	6,3	1.074.254	5,3	2.003.032	8,7
Patrimônio Líquido	12.115.839	82,4	12.265.959	79,2	13.777.263	77,1	14.464.420	72,3	14.699.323	64,3
TOTAL	14.703.568	100,0	15.470.938	100,0	17.856.750	100,0	19.978.908	100,0	22.827.913	100,0

Fonte: Balanços Patrimoniais 1997/2001.

Tabela 5.9. Análise Vertical – DRE.

Período 1997/2001. (R$milhões)

	1997	AV%	1998	AV%	1999	AV%	2000	AV%	2001	AV%
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	4.915.682	100,0	4.496.143	100,0	5.295.508	100,0	7.309.683	100,0	9.048.848	100,0
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(2.235.236)	45,4	(2.548.038)	56,6	(3.323.656)	62,7	(4.142.002)	56,6	(4.865.254)	53,7
Resultado Bruto	2.680.486	54,5	1.948.105	43,3	1.968.852	37,1	3.167.681	43,3	4.183.594	46,2
Resultado Operacional	1.721.284	35,0	834.274	18,5	(368.900)	6,9	970.508	13,2	887.430	9,8
Resultado antes de Tributação e Participações	1.703.376	34,6	880.111	19,5	(394.339)	7,4	1.038.563	14,2	870.602	9,6
Lucro Exercício	1.100.222	22,3	677.646	15,0	735.834	13,8	1.470.062	20,1	1.576.305	17,4

Fonte: Balanços Patrimoniais 1997/2001.

Tabela 5.10. Indicadores de Desempenho Operacional – 1997/2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Linhas fixas instaladas	5.935.670	6.877.081	9.548.289	12.485.717	14.346.848
Linhas em Serviço	5.428.612	6.247.558	8.049.213	10.361.409	12.282.863
Telefones Públicos	168.787	179.653	217.316	248.039	342.753
Pulsos Locais (R$milhões)	20.776	23.124	24.722	29.938	33.686
Índice de Teledensidade (tel/100 habitantes)	17	19	24	29,4	33,8
Digitalização da Rede (%)	56	73	87	94	96

Fonte: Telesp (2001)

Após o levantamento e cálculo dos indicadores de desempenho econômico-financeiro, através da aplicação do modelo de análise de balanço, do período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001 da Telesp – Telecomunicações de São Paulo, ou seja, antes e depois da desestatização, podemos extrair as seguintes conclusões.

A Telesp – Telecomunicações de São Paulo aumentou seu endividamento de 15% em 1997 – antes do processo de desestatização – para 41,67% em 2001 – cinco anos depois do processo de desestatização, passando desta forma a depender em maior grau de capitais de terceiros. Além disso, em caráter específico, alterou o perfil de sua dívida, pois o percentual de dívidas de curto prazo, que era de 11,4% em 1997 passou para 26,8% em 2001, dando-lhe menor prazo para pagamento das mesmas.

A imobilização de recursos permanentes ou não-correntes, que era de 86,3% em 1997, sofreu uma queda, passando para 78,1% em 2001, permitindo à empresa aumentar seu capital circulante líquido de 13,2% em 1997 para 16,0% em 2001.

Quanto aos indicadores de liquidez, notamos que a liquidez imediata passou de 1,15 em 1997 para 0,60 em 2001 e a liquidez geral passou de 0,77 em 1997 para 0,61 em 2001. Isto significa que a relativa tranqüilidade existente no período anterior ao processo de desestatização deixou de existir no período posterior ao mesmo processo, pois no longo prazo a empresa dependerá da geração de recursos cada vez mais acentuados para manter bons índices de liquidez. Entretanto, em decorrência do aumento do capital circulante líquido, no curto prazo os índices de liquidez corrente não estarão seriamente comprometidos.

Com base nestes indicadores, podemos afirmar que houve uma piora, com algumas compensações, do ponto de vista financeiro nos resultados da Telesp – Telecomunicações de São Paulo. Entretanto, sob o ponto de vista econômico, a piora foi generalizada. A margem líquida, que era de 22,38% em 1997, caiu para 17,41% em 2001, mostrando uma queda nos resultados de vendas. Com efeito, a rentabilidade do ativo caiu de 7,48% em 1997 para 6,9% em 2001, diminuindo assim o poder de capitalização da empresa ao contar exclusivamente com os recursos dos lucros acumulados. Entretanto, a rentabilidade do patrimônio líquido subiu de 9,8% em 1997 para 10,72% em 2001, mostrando assim que a empresa conseguiu uma remuneração razoável de seu capital após o período de desestatização.

A partir das análises horizontal e vertical podemos concluir que o ativo total da empresa cresceu – em termos reais – aproximadamente 55% no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001. Este crescimento foi sustentado por um crescimento de 88% no ativo circulante e de 40% no ativo permanente.

Desta forma, alterou-se a estrutura de ativo da empresa. Em 1997, 13,2% do total dos recursos encontravam-se investido no ativo circulante, enquanto que em 2001 este percentual foi elevado para 16% do total de recursos. Este aumento na variação percentual confirma uma necessidade cada vez mais crescente da empresa em capitalizar-se com recursos de terceiros de longo prazo, principalmente se observadas as variações percentuais no passivo

circulante.Em 1997, o comprometimento do passivo circulante com o passivo total era de apenas 11,4%, enquanto que em 2001 este percentual elevou-se para 26,8% do passivo total, constituindo-se no principal grupo de financiamento neste último ano.

O patrimônio líquido, que fornecia 82,4% dos recursos em 1997, caiu para 64,3% em 2001. Tendo o passivo circulante crescido mais que o ativo circulante, a empresa financiou-se basicamente com transferências de recursos do patrimônio líquido que, invariavelmente, a coloca em situação de alta vulnerabilidade financeira.

Desta forma, nota-se um decréscimo no ativo permanente, com investimentos no ativo circulante e um maior financiamento de curto prazo com capitais de terceiros, aumentando assim seu risco global. A situação financeira da empresa só não se tornou caótica em função da utilização maciça dos exigíveis de longo prazo que, mesmo assim, não contribui para manter um crescimento inferior do passivo circulante em relação ao ativo circulante.

Finalmente, notamos que a receita bruta de vendas da empresa, que era de 54,5% das receitas líquidas de vendas em 1997, caiu para 46,2% em 2001 em relação à mesma receita líquida. Por sua vez, estes indicadores refletiram imediatamente sobre a variação percentual do lucro líquido da empresa. Em 1997, o percentual do lucro líquido sobre a receita bruta de vendas da empresa era de 22,3%. Em 2001, este mesmo percentual representou apenas 17,4% sobre a receita bruta de vendas.

6. RESULTADOS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO - ACIONISTA

Calculados os indicadores de desempenho econômico-financeiro da Telesp – Telecomunicações de São Paulo antes e depois do processo de desestatização, obtivemos – através da aplicação dos indicadores de desempenho – os seguintes resultados quanto à evolução do investimento do acionista preferencial no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001.

Tabela 5.11. Resultados dos Indicadores de Desempenho - Período de 1997/2001.

Ano / Indicadores	1997	1998	1999	2000	2001
Índice *Payout* (%)	0,001	0,003	0,002	0,00*	0,00*
Preço Lucro por Ação	12,85	13,55	29,20	9,30	9,89
Valor Patrimonial da Ação	0,20	0,04	0,04	0,04	0,04
Rentabilidade da Ação (%)	7,00	7,38	3,42	10,76	10,13
Dividendos por Ação	4,16	3,28	5,07	0,00*	0,00*
Retorno de Caixa (%)	76,1	119,2	115,7	0,00*	0,00*

Fonte: Economática – Ações Preferenciais 1997/2001.

**Últimos proventos distribuídos: 1998.*

Após o cálculo dos indicadores de desempenho, com o objetivo de mensurarmos a evolução do investimento do acionista preferencial antes e depois do processo de desestatização, calculamos os respectivos betas e o retorno da ação preferencial através do *capital asset pricing model* – CAPM da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) para verificação – no mesmo horizonte temporal – da evolução dos retornos e da relação de risco e retorno.

Para o cálculo dos betas da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4), observamos as seguintes etapas:

1ª. etapa: Levantamento – através do banco de dados Economática – dos preços de fechamento mensal ajustados a proventos da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações

de São Paulo (TLP4) e do índice IBOVESPA no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001;

2ª. etapa: Calculamos – através dos preços de fechamento mensais ajustados a proventos – os retornos mensais da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) e do IBOVESPA no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001;

3ª. etapa: Calculamos os betas – através dos retornos mensais – da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) em relação aos retornos mensais do índice IBOVESPA relativo aos anos de 1997, 1998, 1999, 2000 e 2001, ou seja, antes e depois do processo de desestatização.

Os betas resultantes da aplicação do cálculo através das etapas descritas foram:

Beta 1997 = 0,71830
Beta 1998 = 0,82240
Beta 1999 = 0,88067
Beta 2000 = 0,45711
Beta 2001 = 1,09212

Para o cálculo do retorno da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) utilizamos o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, cujos procedimentos encontram-se descritos nas etapas abaixo:

1ª. etapa: Classificação do ativo livre de risco e do ativo de mercado. Para o ativo livre de risco, consideramos os retornos capitalizados anuais da poupança brasileira. Já para o ativo de mercado, consideramos os retornos capitalizados anuais da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4);

2ª. etapa: Após a etapa de classificação, aplicamos os retornos capitalizados anuais do ativo livre de risco e do ativo de mercado com os betas do período anterior e posterior ao processo de desestatização com a finalidade de mensurarmos os retornos da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4);

3ª. etapa: Verificação da evolução do retorno da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) e da respectiva relação de risco e retorno.

Cálculo do CAPM para o ano de 1997

$$R_{Telesp(TLP4)} = R_f + Beta(R_m - R_f)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 16{,}56\% + 0{,}71830(38{,}71\% - 16{,}56\%)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 32{,}47\%$$

Cálculo do CAPM para o ano de 1998

$$R_{Telesp(TLP4)} = R_f + Beta(R_m - R_f)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 14{,}44\% + 0{,}82240(1{,}44\% - 14{,}44\%)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 3{,}75\%$$

Cálculo do CAPM para o ano de 1999

$$R_{Telesp(TLP4)} = R_f + Beta(R_m - R_f)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 12{,}25\% + 0{,}88067(54{,}11\% - 12{,}25\%)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 49{,}11\%$$

Cálculo do CAPM para o ano de 2000

$$R_{Telesp(TLP4)} = R_f + Beta(R_m - R_f)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 8{,}39\% + 0{,}45711(-24{,}96\% - 8{,}39\%)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 6{,}85\%$$

Cálculo do CAPM para o ano de 2001

$$R_{Telesp(TLP4)} = R_f + Beta(R_m - R_f)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 8{,}59\% + 1{,}09212(27{,}71\% - 8{,}59\%)$$
$$R_{Telesp(TLP4)} = 29{,}47\%$$

Diante dos resultados dos indicadores de desempenho do acionista preferencial podemos fazer algumas considerações importantes.

O percentual do lucro líquido distribuído sob a forma de dividendos – representado pelo índice de *payout* – registrou crescimento positivo de 200% no período imediatamente posterior ao processo de desestatização – 1998 – para, em 1999, registrar uma queda de 67% decorrente da retenção de lucro com o objetivo de capitalização para investimentos em novas tecnologias e infra-estrutura. Esta situação fica mais evidente se observarmos os resultados relativos aos indicadores de desempenho operacional da Telesp – Telecomunicações de São Paulo constantes da tabela 5.10, justificando uma retenção direcionada à capitalização para investimento. Entretanto, ao adotar uma política de retenção direcionada à capitalização para investimento, torna-se maior o período necessário à recuperação do investimento inicial do acionista. O Índice Preço/Lucro de uma ação costuma ser elevado quando uma companhia está saindo de uma fase de grandes investimentos e, tem como um dos objetivos principais, a consolidação do lucro. Neste caso, o Índice Preço/Lucro por ação elevado pode representar uma ótima oportunidade de investimento em função destes objetivos. Da mesma forma, um Índice Preço/Lucro por ação baixo nem sempre é bom sinal, pois pode mostrar-nos que o preço da ação já está muito próximo do lucro da companhia e, desta forma, representar baixa valorização da ação.

Quanto ao valor patrimonial da ação, observa-se uma queda expressiva de 400% no ano de 1998 em relação ao ano de 1997 e a respectiva manutenção dos valores nos períodos imediatamente posteriores. Entretanto, isto não indica necessariamente uma desvalorização da ação, mas sim um menor potencial contábil futuro de distribuição de lucros. Este fato pode ser comprovado pelas variações decrescentes no índice de *payout* da empresa combinados com as respectivas cotações de mercado.

Para melhor entendimento desta variação, é apresentada abaixo tabela comparativa entre o índice de *payout* e a cotação das ações preferenciais (TLP4) da Telesp – Telecomunicações de São Paulo:

Tabela 5.12 – Comparativo entre o Índice de *Payout* (IP) e Cotações de Mercado das Ações Preferenciais (TLP4).

Ano	IP	TLP4
1997	0,001	0,025
1998	0,003	0,027
1999	0,002	0,044
2000	0,00*	0,027
2001	0,00*	0,032

Fonte: Economática – Ações Preferenciais 1997/2001.

**Últimos proventos distribuídos: 1998.*

Portanto, nota-se uma expectativa no aumento efetivo no índice de *payout* da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) em relação à projeção futura dos acionistas quanto à valorização da mesma a preços de mercados. No biênio 2000-2001, apesar de não haver distribuição de dividendos, observamos uma valorização no preço de mercado da ação, denotando expectativa futura de aumento efetivo no índice de *payout* se comparado ao percentual distribuído no ano de 1999.

A rentabilidade da ação apresenta, no ano imediatamente posterior ao processo de desestatização, crescimento sustentado pela expectativa – por parte dos acionistas – de resultados positivos futuros. Entretanto, no ano de 1999 apresenta queda superior a 50% motivada principalmente pelo tempo de retorno deste investimento. No ano de 2000 registra crescimento superior a 200% e em 2001, ligeira queda de 6% em relação ao ano anterior.

Os dividendos por ação apresentam tendência semelhante aos demais indicadores, ou seja, em 1998 apresentam queda de 78% em relação a 1997. Entretanto, em 1999 recuperam as perdas em relação a 1997 e 1998, apresentando crescimento de 54% em relação a 1998. Por sua vez, os indicadores relativos aos retornos de caixa apresentam crescimento de 56% em 1998 em relação a 1997 e queda de 3% em 1999 em relação a 1998.

Quanto aos betas da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) notamos que nos anos de 1998 e 1999 há uma elevação do risco sistemático, mantendo-se, contudo, abaixo do risco sistemático da carteira de mercado. No ano de 2000 notamos uma queda do risco sistemático, sendo o respectivo beta inferior ao beta do ano anterior ao processo de desestatização. Entretanto, o ano de 2001 registra um beta superior a 1 (um), retratando desta forma um risco sistemático maior que o da carteira de mercado, sendo por isso interpretado como um investimento "agressivo". Neste caso especificamente, o retorno em excesso da ação varia mais que proporcionalmente ao retorno de mercado, devendo remunerar assim o risco adicional do ativo.

Finalmente, ao observarmos os retornos da ação preferencial da Telesp – Telecomunicações de São Paulo (TLP4) obtidos com a utilização do *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, notamos que os mesmos não estão condizentes com o risco sistemático do ativo verificado no período anterior e posterior ao processo de desestatização, ou seja, os retornos do respectivo ativo estão sendo remunerados com percentual inferior à variação percentual dos betas.

CONCLUSÃO

A modernidade de um país deve estar refletida, além da competitividade da indústria nacional, no padrão de vida de sua população. Para atender às necessidades básicas de seus cidadãos, o Estado precisará de todos os recursos que estiverem ao seu alcance e, desta forma, buscar a maximização na sua utilização. O processo de desestatização deve ser visto como instrumento fundamental neste processo de mudança na direção de um Brasil mais próspero e mais justo a todos os segmentos e setores da sociedade.

O processo de desestatização no Brasil, intensificado a partir do ano de 1991, coleciona uma expressiva série de casos, utilizados para enfatizar a necessidade de continuação do mesmo através da clara demonstração dos grandes benefícios sócio-econômicos alcançados.

O primeiro aspecto a ser destacado no respectivo estudo é de que a Telesp – Telecomunicações de São Paulo tem alcançado – dentro de um contexto institucional – a confiança do mercado no setor, viabilizando a realização de investimentos privados. Em virtude desta confiança, observou-se nos anos subseqüentes ao processo de desestatização da empresa – conforme tabela de indicadores operacionais – uma significativa expansão da oferta de terminais de telefonia, mais precisamente no Serviço de Telefonia Fixa Comutada (STFC), graças à qual os problemas de repressão da demanda existentes há anos foram devidamente solucionados e, de modo geral, atendidos praticamente todos os usuários de planos de expansão da extinta Telebrás.

Estes resultados são significativos, principalmente se considerarmos o curto prazo em que foram alcançados. No entanto, alguns problemas vêm emergindo, motivo pelo qual tornam-se essenciais revisões de rota por parte do órgão regulador, neste caso a Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel. No que diz respeito aos níveis de investimentos realizados pelas operadoras é fundamental destacarmos a crescente ociosidade da planta instalada do Serviço de Telefonia Fixa Comutada (STFC), decorrente da diferença entre o número de terminais instalados e aqueles efetivamente em uso. No primeiro semestre de 2001 – de acordo com dados da própria Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel – essa diferença chegou a sete milhões de terminais, ou cerca de 20% da planta instalada.

As possíveis causas desta ociosidade podem estar relacionadas à inércia do próprio mercado em absorver uma oferta relativamente superior à demanda existente e que, certamente, pode estar relacionada a uma imposição de meta inadequada ao operador – Telesp – por parte do próprio órgão regulador – Anatel.

Quanto aos efeitos macroeconômicos do processo de desestatização da Telesp – Telecomunicações de São Paulo, estes são de difícil análise, pois não há uma correlação clara entre o processo de desestatização e um aumento ou diminuição dos efeitos macroeconômicos. De modo geral, alguns comentários são cabíveis em relação ao nível de emprego e aos efeitos sobre a balança comercial. O nível de emprego direto no âmbito das operadoras de telefonia caiu moderadamente após a desestatização, mas o número de postos de trabalho no setor como um todo cresceu, com uma maior diversificação de atividades, devido em parte a estratégias de terceirização das áreas comerciais, de manutenção e de projeto das operadoras, e em parte graças à diversificação de fornecedores de produtos de telecomunicações e serviços de apoio.

Em relação aos efeitos na balança comercial, houve uma elevação substancial de importações no setor, especialmente de equipamentos para infra-estrutura de redes, mas houve também uma elevação das exportações, sobretudo de aparelhos terminais. No entanto, se as metas do órgão regulador – Anatel – não forem adequadamente revistas, poderão causar um efeito permanentemente negativo sobre o saldo da balança comercial do setor de telecomunicações.

Entretanto, os resultados do desempenho econômico-financeiro da Telesp – Telecomunicações de São Paulo não são tão animadores quanto os resultados de desempenho operacional para o período em análise. Os resultados mensurados da empresa indicam uma piora generalizada nos indicadores de desempenho econômico-financeiro no período posterior ao processo de desestatização. Apesar de toda a necessidade recorrente de investimentos em infra-estrutura e tecnologia, direcionados à melhoria dos indicadores de desempenho operacional da empresa após o processo de desestatização, é fundamental a aplicação permanente de uma política de gestão eficiente dos recursos disponíveis como forma de evitar-se níveis de endividamento – principalmente de curto prazo – cada vez mais crescentes e que, diretamente, afetarão os resultados financeiros da empresa. Apesar do financiamento com capital de terceiros ser amplamente defendido por diversos estudiosos e teóricos de finanças como uma excelente alternativa na alavancagem financeira, no desenvolvimento e investimento de projetos e, principalmente, no crescimento financeiro da organização, sua efetividade só poderá ser comprovada em países cuja estrutura financeira permita a prática de juros adequados ao financiamento do crescimento e desenvolvimento empresarial no contexto macroeconômico.

Sharpe, William *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.* Journal of Finance 19. 425–442. 1964;

Silva, José Pereira da. *Análise financeira das empresas.* Editora Atlas. São Paulo. 1996.

Simonsen, Mário Henrique. *Ensaios Analíticos.* Editora da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. 1994;

Souza, A., Clemente, A. *Decisões financeiras e análise de investimento*: *fundamentos, técnicas e aplicações.* Editora Atlas. São Paulo. 1995;

Varian, H.R. *Intermediate microeconomics: a modern approach.* Editora W.W. Norton. 1993;

Vergara, Sylvia Constant. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração.* Editora Atlas. São Paulo. 1998;

Yin, Robert K. *Estudo de Caso – Planejamento e Métodos.* Editora Bookman. Porto Alegre. 2001.