5. CONCLUSÃO

EVA[®] é uma medida que avalia o desempenho das empresas em termos de geração de valor para os acionistas. Segundo O'Byrne (1999), o objetivo básico do EVA[®] é criar uma medida periódica de performance operacional que seja consistente com o conceito de Fluxo de Caixa Descontado e altamente correlacionado com o valor de mercado das empresas.

A análise da relação do EVA[®] com o valor de mercado e o desempenho das ações das empresas tem sido objeto de estudos nos últimos anos, tanto nos EUA quanto no Brasil, algumas vezes gerando resultados controversos.

Motivado por esta discussão, esta pesquisa tem como principal objetivo testar, através de modelos de regressão linear, a relação entre o EVA[®] e o desempenho das ações no mercado acionário brasileiro no período pós Plano Real, de 1995 a 2004.

A amostra contempla todas as empresas que compõe o IBrX (índice das 100 ações mais negociadas da Bolsa de Valores de São Paulo) que possuam histórico mínimo de cinco anos de negociações, exceto as instituições financeiras.

Primeiramente, aplicamos ao mercado acionário brasileiro o mesmo modelo que O'Byrne (1996) aplicou ao mercado norte-americano, cujos resultados o fizeram concluir que a variação do EVA[®] explica mais da metade (R^2 de 55%) da variação do valor de mercado das empresas no período de cinco anos.

Os resultados encontrados neste primeiro teste indicam que, apesar do R^2 de 53% ter ficado bem próximo ao encontrado por O'Byrne junto ao mercado norte-americano, não é possível afirmar que exista correlação entre a variação do EVA[®] e a variação do valor de mercado das empresas no mercado acionário brasileiro, uma vez que o T-Test não rejeita, para nenhuma variável independente, a hipótese de que o seu beta é igual a zero.

Este resultado, indicando que existe uma significativa probabilidade de não haver qualquer relação ($\beta=0$) entre a variável dependente e as variáveis independentes, reflete inclusive o fato de nenhuma variável independente apresentar distribuição normal.

Além disso, o modelo apresenta significativa correlação entre as variáveis independentes, o que pode ter contribuído para aumentar artificialmente o R^2 encontrado.

Como a aplicação do modelo de O'Byrne (1996) ao mercado brasileiro não foi conclusiva, aplicamos um Modelo Alternativo para testar a correlação entre o retorno em excesso da ação (em relação ao retorno esperado, com base no CAPM) e o Delta EVA[®] em excesso (em relação ao Delta EVA[®] esperado embutido no valor de mercado).

Com base na mesma amostra do teste anterior, os resultados do teste mostram que, para os três períodos analisados (1996-2004; 2000-2004 e 2002-2004), o modelo é válido pelo F-Statistics e o T-Test rejeita a hipótese nula de que o beta é igual a zero, indicando que existe relação entre a variável dependente e a variável independente.

Além disso, a variável independente apresenta probabilidade crescente de possuir distribuição normal ao longo dos períodos analisados, indo desde baixas probabilidades para o período de 9 anos (1996-2004) à razoáveis probabilidades para o período de 3 anos (2002-2004).

O R^2 encontrado foi de 6% para o período de nove anos (1996-2004), 13% para o período de cinco anos (2000-2004) e 23,6% para o período de três anos (2002-2004).

Portanto, os resultados indicam que de fato existe correlação entre o EVA[®] o retorno da ação no mercado acionário brasileiro, porém esta correlação é relativamente baixa, principalmente de comparada ao resultado encontrado por O'Byrne no mercado norte-americano.

De acordo com o resultado, 23,6% do comportamento das ações no mercado brasileiro pode ser explicado pelo desempenho das empresas em termos de EVA[®] no período de 2002-2004.

Os resultados deste estudo levantam importantes reflexões, a começar pelo fato de indiretamente indicar que devam existir outras variáveis mais relevantes que o EVA[®] que expliquem o desempenho das ações no mercado brasileiro.

Partindo do princípio de que o EVA[®] é uma metodologia conceitualmente consistente e que retrata corretamente a performance das empresas em termos de geração de valor, isto significa dizer que podem existir outras variáveis que

exercem mais influências sobre o mercado acionário brasileiro que o próprio desempenho operacional das empresas.

Se esta hipótese de fato estiver correta, este fenômeno pode estar associado às próprias características do mercado brasileiro, notadamente um mercado com baixa liquidez, concentrado, sujeito a manipulação e que não possui um histórico de transparência, credibilidade e democracia na disponibilização de informações. Estes fatores, segundo Pereiro (2001), caracterizam um mercado ineficiente e são inerentes aos mercados emergentes, como o brasileiro.

Outro fator importante a ser considerado nesta discussão decorre do fato do Brasil ter passado por profundas transformações na última década, com a implantação do Plano Real e a estabilização da economia. No curso destas transformações, fatores macroeconômicos, como a política monetária e a política cambial, principais pilares do processo de estabilização, sem dúvida exerceram forte influência no mercado acionário brasileiro, principalmente na primeira metade do plano, onde ocorreram importantes choques de aumento de taxa de juros e de desvalorização cambial.

Além disso, durante este período, o mundo passou por diversas crises, como a crise do México, a crise da Rússia, o atentado de 11 de Setembro (2001), entre outras, que em um ambiente cada vez mais globalizado provocam reflexos em todos os mercados.

Estes fatores, inclusive, podem estar associados ao fato da pesquisa indicar que a correlação entre o EVA[®] e o retorno das ações tem se mostrado crescente ao longo dos anos. De acordo com os resultados, o R^2 cresce significativamente na medida em que o período analisado despreza os anos mais antigos.

O aumento do R^2 observado para o período três anos (23,6%) em relação ao período de cinco anos (13%), e deste em relação ao período de 10 anos (6%), pode indicar que o mercado brasileiro vem se desenvolvendo no sentido de ter seu comportamento mais orientado pelo desempenho das empresas, na medida em que a estabilidade da economia se solidifica.

A conclusão do presente estudo, no entanto, deve ser analisada levando-se em consideração suas as principais limitações.

A primeira delas é a utilização do modelo do CAPM para o cálculo do custo de capital próprio. Conforme discutido no capítulo 2, apesar de ser um modelo consistente em termos conceituais, e largamente utilizado para precificação de

ativos, seus pressupostos de eficiência de mercado às vezes são difíceis de serem observados na prática, principalmente em se tratando de mercados emergentes. No entanto, apesar desta limitação, este modelo continua sendo referência no mundo financeiro, mesmo para mercados emergentes.

Para tentar diminuir esta limitação, este estudo utiliza uma variação do modelo tradicional do CAPM, conhecido como CAPM Global, que, segundo Pereiro (2001), é uma das alternativas para sua utilização em mercados emergentes, como o brasileiro.

Um outro fator que pode minimizar esta limitação é o fato do CAPM Global ter sido utilizado tanto no cálculo da variável dependente (retorno em excesso da ação) quanto no cálculo da variável independente (Delta EVA[®]). Assim, as mesmas limitações que poderiam, por exemplo, estar reduzindo o retorno em excesso de uma ação em um determinado ano, estaria da mesma forma reduzindo o EVA[®] (e consequentemente o Delta EVA[®]) da respectiva empresa. Tendo isto em vista, esperamos que o efeito final desta limitação sobre o resultado da pesquisa seja minimizado.

Uma outra limitação do estudo está baseada no fato da metodologia do EVA[®] prever uma série de ajustes aos demonstrativos contábeis, visando capturar melhor o lucro econômico gerado pelas empresas, conforme discutido no capítulo 2. Muitos deste ajustes não puderam ser realizados nesta pesquisa em virtude da indisponibilidade das informações necessárias.

Finalmente, existe a limitação da própria metodologia utilizada na pesquisa, que se vale de modelos estatísticos onde conclusões são tiradas a partir de uma amostra que, por mais que se acredite ser representativa, pode não necessariamente refletir o comportamento da população das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro.

Com base nas discussões levantadas e nas limitações deste estudo, as sugestões para outros trabalhos são:

Primeiro, continuar a investigação para os períodos futuros na tentativa de identificar se a relação entre o EVA[®] e o retorno das ações continuará crescente, o que reforçaria a hipótese de que o mercado acionário brasileiro estaria se desenvolvendo e ficando mais eficiente.

Em segundo lugar, de se tentar calcular um EVA[®] mais refinado das empresas, na tentativa de que, desta forma, a medida melhorasse a sua correlação

com o valor de mercado, como a própria Stern Stewart (2001) preconiza. Este exercício, no entanto, demandaria uma busca mais profunda de informações das empresas, seja por via dos relatórios financeiros divulgados ao mercado ou até mesmo através de investigações internas nas próprias empresas.

Uma terceira sugestão seria de se tentar fazer os mesmo testes, porém considerando uma outra especificação do modelo CAPM para o cálculo do custo de capital próprio, na tentativa de observar se esta limitação estaria influenciando significativamente os resultados. O modelo sugerido seria um bastante utilizado pelo mercado, já comentado no capítulo 2, que utiliza como parâmetro o mercado global, porém com o beta sendo calculado a partir da média dos betas desalavancados da indústria e realavancados pela estrutura de capital da empresa analisada. Com isso, faz-se necessária a adição do risco país à equação, conforme demonstrado abaixo:

$$E(R_i) = R_{fg} + [E(R_{mg}) - R_{fg}] \beta_{li} + R_p, \text{ onde:}$$

$E(R_i)$ = retorno esperado do ativo i

R_{fg} = taxa livre de risco do mercado global

$E(R_{mg})$ = retorno esperado da carteira de mercado global

β_{li} = beta obtido através da utilização da média dos betas desalavancados das empresas da indústria, devidamente realavancado pela estrutura de capital da empresa sob análise.

R_p = Risco país

Finalmente, uma última sugestão seria de se refazer os testes, porém considerando apenas as empresas que possuam ações negociadas no mercado norte-americano, as chamadas ADR's (American Depositary Receipts). O objetivo deste teste seria o de investigar se a aderência do valor de mercado com o EVA[®] é maior para estas ações, uma vez que estão diretamente sujeitas aos movimentos do mercado norte-americano, mercado utilizado para as conclusões de O'Byrne (1996).