

2

O Problema e Metodologia

2.1.

O Problema

Para que haja a atração dos investimentos necessários ao setor há que se instaurar um ambiente regulador favorável, com estabilidade de regras, confiança em não arbitrariedade por parte dos agentes que fazem parte do modelo, existência de mecanismos confiáveis na resolução de conflitos e presença de um ambiente econômico estável.

Conforme já ressaltado anteriormente, muito embora a reforma do setor de telecomunicações brasileiro tenha sido um caso de sucesso em nível mundial, o início do governo Lula, em 2003, trouxe um viés de instabilidade ao ambiente regulador do país já no segundo mês após sua posse, com o início das discussões sobre os contratos de concessão, críticas à atuação da agência reguladora de telecomunicações e o questionamento a respeito da substituição do IGP-DI como indexador dos reajustes das empresas de telefonia fixa, este último, o item de interesse desta dissertação.

A partir de fevereiro de 2003 foi travada uma verdadeira disputa entre o Poder Executivo (através do Ministério das Comunicações), a ANATEL e as empresas de telefonia fixa para a definição do índice de reajuste das suas tarifas, que deveria entrar em vigor no mês de julho.

Muitas idas e vindas ocorreram ao longo de todo o primeiro semestre daquele ano, com sérias críticas do Ministério das Comunicações, sugerindo soluções que iam contra o que era estabelecido nos contratos de concessão do serviço fixo, e com momentos de recuo de posicionamento, para uma postura mais conciliatória e de bom senso.

Neste ambiente, o problema que esta dissertação busca investigar é se ao longo do primeiro semestre de 2003, toda a polêmica que se instaurou através deste episódio trouxe reflexos sobre o valor de mercado das empresas de telefonia fixa na Bovespa.

2.2. Objetivos

Esta dissertação, portanto, tem como objetivo observar se e de que forma os retornos das ações mais líquidas das empresas de telefonia fixa da Bovespa foram afetados pelo início dos questionamentos referentes ao uso do IGP-DI como índice de reajuste das tarifas de telefonia fixa no ano de 2003. A amostra utilizada para suportar a análise é composta das principais classes de ações das quatro empresas fixas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo ao longo do período de um ano, de abril de 2002 a abril de 2003.

2.3. Relevância do Estudo

Desde a época do antigo Sistema Telebrás, as ações do setor de telecomunicações compuseram as ações mais representativas do mercado brasileiro, com as maiores participações no Ibovespa.

A privatização do Sistema Telebrás ampliou este movimento, atuando como uma grande vitrine do país no exterior, representando mais de US\$30 bilhões em investimentos diretos no Brasil, bem como atraindo investidores estratégicos de telecomunicações, grupos financeiros, fundos de pensão, empresas de mídia, etc. Aliado a isto, o número de programas de ADR (*American Depositary Receipts*) de empresas brasileiras mais que quadruplicou na Bolsa de Nova Iorque, saltando de 8 para 36, havendo ainda uma forte ampliação da presença de capital estrangeiro na Bovespa. Não há dúvidas do sucesso de todo o processo de reforma do setor, conseguido graças à existência de regras claras, transparência de informações, bem como da perspectiva de crescimento de longo prazo para o país. Nenhum outro setor de concessões recebeu tamanha atenção dos investidores tanto em investimentos diretos quanto em investimentos financeiros.

Devemos pensar no mercado de capitais como um grande avalista dos investimentos de longo prazo a baixos custos. E devemos ter em mente a importância do setor de telecomunicações para dar suporte ao crescimento econômico sustentável do país, bem como algo que pode levar cidadania e informação aos lugares mais remotos, permitindo a redução das desigualdades, a inclusão social e a formação de um ciclo virtuoso de prosperidade.

Por outro lado, a intensificação do risco relacionado à regulamentação pode ser responsável pela introdução de um grave ciclo vicioso de redução de investimentos, obsolescência e perda da competitividade da indústria nacional.

Assim, face às grandes somas de investimentos necessários aos setores de infra-estrutura é imprescindível a permanência de um ambiente estável e seguro para investimentos, a existência de regras claras e o estímulo ao mercado de capitais.

2.4. Delimitação do Estudo

O risco relacionado à regulamentação pode ser definido como sendo a existência de incertezas referentes à estrutura de mercado e ao formato das novas instituições. Os investidores privados devem confiar que o regime de regulador não será arbitrariamente alterado, bem como na existência de um ambiente institucional onde há mecanismos confiáveis para a resolução de conflitos. A existência de um ambiente econômico instável também contribui para a ampliação do risco para o investidor.

Este estudo buscará concentrar-se nos impactos da polêmica dos reajustes de 2003 no valor das ações mais líquidas das empresas de telefonia fixa na Bovespa. Estarão sendo analisados mais de duzentas observações referentes aos desempenhos das ações preferenciais das quatro teles fixas de abril de 2002 a abril de 2003, comparando-os com Índices de mercado representativos como o Ibovespa, o IBrX e o MSCI.

Não faz parte do objetivo desta pesquisa, a análise do comportamento dos betas destas ações, a observação do comportamento das ações ordinárias destas empresas, muito menos o efeito da polêmica do reajuste das tarifas de telecomunicações sobre as ações das empresas de telefonia celular ou de outras empresas reguladas. Sabemos que em alguns casos, a ampliação da percepção de risco em um determinado setor pode trazer a possibilidade de que haja alguma contaminação em um outro setor sujeito à influência de outro arcabouço regulatório. Também não é objetivo desta pesquisa a análise do impacto da evolução de qualquer variável macro-econômica sobre os retornos daquelas ações.

Uma limitação deste estudo consiste no fato de que para avaliar o impacto nos retornos das ações e definir as datas relevantes para a análise foram

utilizados os anúncios feitos na imprensa local. Desta forma, os resultados podem não considerar qualquer antecipação de mudanças de expectativas pelo mercado ou mesmo a existência de vazamento de informações.

2.5. Metodologia

Foi dado um enfoque quantitativo ao estudo, utilizando para isso, dados secundários referentes aos retornos das ações e índices estudados, coletados através de banco de dados Economatica e Bloomberg, sistemas amplamente difundidos como importantes fontes de informações pelo mercado financeiro nacional e internacional.

De acordo com os conceitos propostos por Gil (1987), o tipo de pesquisa desenvolvido no presente trabalho foi descritivo, que, segundo o autor, objetiva a descrição de características de uma determinada população ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Não temos como objetivo determinar a natureza da relação entre as variáveis, mas como dito anteriormente, simplesmente observar o comportamento dos retornos das ações das teles fixas face à polêmica discussão que se instaurou no início do governo Lula.

Esta pesquisa também apresenta características daquilo que Gil (1987) definiu como sendo *ex-post facto*, uma vez que foi realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos, objetivando estabelecer se há relações entre as variáveis e de que forma elas se apresentam.

O método que se mostrou mais adequado em busca da comprovação dos objetivos propostos por este estudo foi o de estudo de eventos, técnica amplamente utilizada atualmente, através da qual é possível medir o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa. No capítulo 5 desta dissertação, esta metodologia estará sendo detalhada.

Ampliando a análise, este estudo propôs, ainda, a observação dos retornos em excesso utilizando módulos. Nesta etapa, buscou-se observar a existência de retornos em excesso significativos, independente do fato de tratar-se de valorizações ou desvalorizações tendo como racional o fato de que independentemente da direção, a existência de grande variabilidade de retornos já seria suficiente para comprovar aumento do risco.

Complementando a análise desta dissertação, utilizamos ainda a metodologia de estudo de eventos proposta por Izzan (1978), muito usado para eventos relacionados à regulamentação. Isto porque o efeito das datas imprecisas referentes às mudanças de expectativas pode reduzir a eficácia do estudo de eventos tradicional. Através desta metodologia busca-se parametrizar o efeito do evento diretamente na reta de regressão, modelando os retornos anormais diretamente como coeficientes, para isso introduzindo-se variáveis *dummy*.