

Impacto Financeiro da Regulamentação: Um Estudo Exploratório do Setor de Telecomunicações

Paula Barreto Bernardes – paulabarreto.adm@gmail.com
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Marcelo Fodra – marcelofodra@fagen.ufu.br
Universidade Federal de Uberlândia

Darly Fernando Andrade – darly@ufu.br
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Área temática: Gestão Financeira

RESUMO: Existem discussões sobre o papel do Estado e da intensidade da regulamentação na economia. No início de seu processo de industrialização, vivido após a Crise de 1929, o Brasil teve seu modelo incentivado pelo processo de substituição de importações, financiado pelos recursos gerados pela economia cafeeira, em um sistema inicialmente estatizante. Com a perda da capacidade financeira do Estado, o setor de telecomunicações foi privatizado e conta com a regulação da ANATEL, que normatiza e impõe custos ao setor. Este trabalho teve como objetivo analisar o impacto financeiro causado pela regulamentação imposta pela ANATEL sobre os resultados das empresas do setor de telecomunicações no Brasil, no período compreendido entre 2008 e 2012. Foi realizado um trabalho exploratório usando dados secundários publicados pelas empresas pesquisadas os quais geraram índices de desempenho. Para captar os efeitos da regulamentação, foram efetuados lançamentos contrários aos efeitos tributários e fiscais sobre as contas de resultado das empresas estudadas. Após a análise, os resultados encontrados mostraram que, em ampla maioria dos casos, a ação da agência reguladora gerou impactos negativos sobre o desempenho financeiro das empresas do setor de Telecomunicações no período estudado. Houve melhoria dos indicadores financeiros das empresas quando foram desconsiderados os elementos relativos às imposições da agência reguladora do setor.

Palavras-Chave: Desempenho financeiro; índices; setor de telecomunicações.

1. INTRODUÇÃO

Atualmente, há discussões sobre o papel do Estado e a necessidade de regulamentação de atividades econômicas, enfatizando principalmente os mecanismos de ação, além da extensão e profundidade destas intervenções.

Nos primórdios, a industrialização brasileira teve início na Crise de 1929, quando o país se viu obrigado a estruturar um parque produtivo para abastecer um processo de substituição de importações, o qual foi inicialmente financiado pelos recursos gerados pela exportação de café.

Baer (2009) salientou que naquele momento, o Estado assumira posição de investidor em atividades de indústria de base, as quais, anteriormente, eram tipicamente privadas, cabendo ao governo proteção e financiamento aos agentes não públicos.

Posteriormente, o Brasil se aproveitou do excesso de liquidez internacional para captar, a custos reduzidos, os fundos necessários para o financiamento de seu parque industrial e infraestrutura de base. Paralelamente, houve a partir de 1950, o surgimento de empresas

públicas atuando em diversos setores estratégicos da economia nacional, operando sob a forma de monopólios. Segundo Bresser-Pereira (2003), o modelo vigente naquele período foi o de intensa intervenção estatal, que determinava as áreas prioritárias via direcionamento de recursos financeiros, estabelecimento de prêmios e punições fiscais e creditícias e controle de parcela importante dos investimentos necessários para a manutenção dos serviços. Este modelo abrangeu diversos setores da economia brasileira tais como: elétrico, telefonia, telecomunicações, transportes de cargas.

Mudanças no cenário internacional, ocorridas após o Segundo Choque do Petróleo de 1979, associadas com elevada alta dos juros internacionais, deram início a uma das mais graves crises econômicas vividas pelo Brasil (BRESSER-PEREIRA, 2003 p. 227). Segundo Fodra (2007), o modelo de investimentos via endividamento público se tornou inviável em função da elevação dos juros e taxas de serviços de dívidas cobrados pelos credores internacionais, fazendo-se necessária uma ampla revisão do modelo desenvolvimentista estatizante.

A Lei 8.031/90 (posteriormente substituída pela Lei 9.491/97) criou os elementos iniciais para o processo de desestatização, privatizando atividades monopolistas que anteriormente eram exclusivas do Estado (BRASIL, 1990; BRASIL, 1997). Neste novo contexto, o setor de telecomunicações foi um dos que passou por intensas privatizações, com ampla reorganização estrutural e legal, principalmente no início de 1990.

Segundo Carvalho (2009), em 1995 foi aprovado o projeto de Emenda Constitucional que eliminou o monopólio estatal das telecomunicações, criando a Lei Mínima (que estipulou condições de ingresso da iniciativa privada na telefonia celular) e a Lei Geral das Telecomunicações (que estabeleceu o funcionamento do setor e criando um órgão regulador que seria exercido pelo Ministério das Comunicações por meio da Comissão Nacional de Comunicações – CNC, inicialmente). A Lei Geral das Telecomunicações (LGT) foi sancionada em 1997, resultando na criação da Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL.

Após as privatizações, o sistema de telefonia fixo ficou assim configurado: Telemar (área 1 – Amazonas, Pará, Roraima, Amapá, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Minas Gerais e Rio de Janeiro), Brasil Telecom (área 2 – Acre, Rondônia, Mato Grosso, Goiás, Distrito Federal, Mato Grosso do Sul, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul), Telefônica (área 3 – São Paulo) e Embratel (área 4 – todo o Brasil). Tal distribuição causou uma revolução na oferta de terminais e serviços, sendo necessário um esforço dessas empresas para reformulação e reorganização (CAVALCANTE, 2009).

Este trabalho teve como objetivo analisar o impacto financeiro causado pela regulamentação imposta pela ANATEL, sobre os resultados das empresas do setor de telecomunicações no Brasil, no período compreendido entre 2008 e 2012. Considerando-se o novo ambiente vivido pelo setor de telecomunicações, marcado pela privatização dos serviços, competitividade dos participantes e presença de uma agência reguladora, julga-se importante discutir os reflexos causados sobre os resultados financeiros das empresas, avaliando o desempenho destas fossem desconsideradas as ações da ANATEL.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Evolução e regulamentação do setor de telecomunicações pós-privatizações

A industrialização brasileira sofreu o impacto da Crise Econômica de 1929, sendo o governo obrigado a incentivar a industrialização interna para a substituição de importações. Bresser-Pereira (2003) definia o cenário do país como o de uma nação com economia semicolonial, de população predominantemente rural, voltada quase exclusivamente à produção de

café. Segundo Furtado (1991), foi a economia cafeeira quem criou os fundos necessários para financiar a substituição de importações, incentivando a formação do parque industrial do Brasil. Subsequentemente foram introduzidas práticas de controles dos preços adotados pelas empresas prestadoras de serviços de utilidade pública, notadamente energia elétrica, telefonia, transportes públicos e telecomunicações.

Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2005) salientam que o objetivo deste controle de preços era, de um lado, desestimular a entrada de empresas estrangeiras nos mercados a serem protegidos e, de outro, proporcionar equilíbrio financeiro e capacidade de investimentos às organizações nascentes.

Fodra (2007) salientou que a industrialização brasileira ganhou força a partir da Segunda Guerra Mundial, quando as empresas nacionais passaram a se utilizar intensamente dos recursos acumulados no Ciclo do Café, também aumentando o controle do Estado sobre os setores produtivos estratégicos por meio de empresas públicas, monopolistas naturais.

Um monopólio natural surge quando uma única empresa consegue ofertar um bem ou serviço a um mercado inteiro a custos menores do que em ambiente de livre concorrência (MANKIW, 2009 p. 301). Nestes ambientes, o custo médio de produção declina à medida que a produção aumenta, fazendo com que os custos sejam sempre menores quando da operação de uma única empresa de grande porte (GWARTNEY, STROUP, 1997 p. 570).

Contudo, segundo Bresser-Pereira (2003), a partir do Segundo Choque do Petróleo, ocorrido em 1979, aliado à recessão norte-americana naquele período, que elevou as taxas de juros internacionais, o Brasil entrou em grave crise financeira. Segundo Fodra (2007), a manutenção do financiamento de infraestrutura com endividamento externo se tornou inviável, forçando diversos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil, a uma ampla revisão de seus modelos de financiamento para infraestrutura.

Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2005) afirmam que foi na gestão de Fernando Collor de Melo que se deu ênfase ao programa de privatizações, pois, na visão de Bresser-Pereira (2003): “quando o Estado cresce demasiadamente, tem distorcidas as suas funções, perde o crédito do público e vai à falência”. Neste novo ambiente competitivo, as grandes empresas públicas monopolistas, seriam substituídas por firmas privadas, estabelecendo-se agências reguladoras, com atuação em cada setor de atividade. Segmentos estratégicos, como o elétrico, telefonia, telecomunicações, transportes e outros, passaram por esta transformação, cada qual recebendo uma agência reguladora. Assim, o governo passou a intervir na economia de outra maneira, saindo da posição de investidor e assumindo a de gerenciador, conferindo às agências reguladoras funções específicas de fiscalização e controle.

Majone (1999) afirmou que as teorias político-econômicas modernas definem três tipos de intervenção do governo sobre a economia: redistribuição de renda, estabilização macroeconômica e regulamentação de mercados, no momento em que uma situação de livre concorrência não consegue suprir necessidades específicas deste sistema econômico. Segundo Samuelson e Nordhaus (1993), a regulamentação (ou regulação) da economia se dá por meio de regras ou leis governamentais, estabelecidas para controlar as decisões de preços de venda ou de produção das empresas em determinado setor de atividade. Parkin (2009) salienta que os organismos regulamentadores definem conjuntos de práticas ou regras operacionais para controlar preços e outros aspectos do desempenho econômico das firmas, baseadas em aspectos físicos e contábeis.

Juridicamente, a estruturação das privatizações levaria em conta que as atividades anteriormente exercidas pelos monopólios naturais seriam realizadas por empresas privadas, em regime de concorrência e livre mercado, por meio de concessões, permissões e

autorizações, designadas pelo poder concedente (FODRA, 2007). Segundo Di Pietro (2009) a concessão do serviço público é um contrato administrativo, de prazo determinado, em que a execução do serviço público é delegada pela Administração Pública a um terceiro, para que este execute os serviços em seu próprio nome, por sua conta e risco, mediante tarifa paga pelo usuário ou outra forma de remuneração decorrente da exploração do serviço.

A LGT definiu que a exploração do serviço de regime público dependerá de outorga, mediante licitação, concedida pela ANATEL por meio de concessão, levando-se em conta que a prestação de serviços de telecomunicação depende da delegação da agência, mediante contrato por prazo determinado e em regime público. Os riscos empresariais e o recebimento das tarifas dos usuários, além de responder a suas obrigações e eventuais prejuízos, ficam por conta da operadora (BRASIL, 1997b).

A LGT também organizou juridicamente a ANATEL, definindo: 1) a sua natureza jurídica como uma autarquia independente; 2) os mecanismos de criação de cargos, órgãos superiores e funções administrativas; 3) os mecanismos de transferência de recursos, obrigações e direitos àquele organismo; 4) os princípios jurídicos para o seu funcionamento (legalidade, celeridade, finalidade, razoabilidade, proporcionalidade, impessoalidade, igualdade, devido processo legal, publicidade e moralidade); 5) os atos da agência que devem ser acompanhados dos motivos que os justifiquem; 6) os mecanismos de contratação pelos quais o organismo pode realizar suas operações (BRASIL, 1997a). Conforme Gasparini (2009), a tarifa utilizada para precificação de serviço público é fixada baseada no preço da proposta vencedora da licitação, não sendo o vencedor que determina o preço do serviço. A Administração Pública concedente tem a competência de fixar a tarifa, podendo esta ser alterada após a proposta acordada inicialmente.

2.2 Análise das demonstrações financeiras das empresas

Segundo Marion (2009), com o aumento da participação de pequenos e grandes investidores como acionistas de empresas de capital aberto, a análise das demonstrações financeiras se tornou importante para escolha das melhores empresas para se investir, assim como para tomada de decisão dos administradores e acionistas, dentre outras funcionalidades. Para as organizações que possuem suas demonstrações financeiras publicadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), deve ser divulgado: formulário cadastral, formulário de referência, demonstrações financeiras, formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP), formulário de informações trimestrais, dentre outras publicações referentes às assembleias ordinárias e extraordinárias e suas decisões (CVM, 2009). A Figura 1 indica os relatórios obrigatórios para empresas de capital aberto e as informações neles contidas:

Publicação	Descrição
Relatório da administração	Informações da diretoria da empresa destinada aos acionistas, tais como desempenho econômico, estratégias de vendas, compras e produtos, legislação, entre outras informações. Não há regras para a publicação do relatório da administração. A Companhia demonstra livremente o que julgar importante.
Demonstrações	Representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade com o objetivo de apresentar informações financeiras úteis e suficientes para que seus usuários tomem decisões, além de demonstrar o resultado da atuação da administração diante de seus deveres e responsabilidades. Para isso, as demonstrações financeiras / contábeis proporcionam informações sobre os ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas e despesas, incluindo ganhos e perdas, mutações de capital e fluxo de caixa. O conjunto das demonstrações contábeis inclui: – Balanço Patrimonial ao final do período; – Demonstração do Resultado do Exercício;

Financeiras	– Demonstração do Resultado Abrangente do Exercício; – Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido do período; – Demonstração dos Fluxos de Caixa do período; – Notas Explicativas; – Balanço Patrimonial do início do período mais antigo; – Demonstração do Valor Adicionado do período.
Notas explicativas	Dados e informações que complementam as demonstrações financeiras tais como: taxas de juros, critérios contábeis, garantias dadas a terceiros, eventos subsequentes relevantes, entre outras informações. As notas explicativas devem apresentar as informações que serviram de base para a elaboração das demonstrações financeiras e específicas políticas contábeis, divulgarem as informações que são requeridas pelos pronunciamentos contábeis e informações adicionais não apresentadas nas demonstrações contábeis, mas que são relevantes para a sua compreensão.

FIGURA 1: Estrutura dos relatórios financeiros obrigatórios no Brasil
Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010) e CPC 26 (R1).

Deve-se examinar o Relatório da Auditoria, o qual reforça a segurança sobre a veracidade dos dados que serão estudados, podendo conter uma opinião sem ressalva ou expor assuntos que modificaram a opinião do auditor. Também se deve observar o parágrafo de ênfase, ou de outros assuntos, caso existam, pois estes podem sugerir elementos relevantes aos usuários sobre as informações produzidas (MARTINS; DINIZ; MIRANDA; 2012).

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Caracterização da pesquisa e fontes de dados

Este trabalho foi classificado como uma pesquisa exploratória, dividido em duas fases distintas: na primeira, de natureza documental, realizou-se investigação em dados secundários, coletando-se informações contidas em relatórios públicos disponibilizados nos *websites* das organizações pesquisadas, disponíveis junto à base de dados da CVM e da ANATEL. Na segunda, houve o tratamento dos dados e a elaboração do cálculo e análise dos índices obtidos.

Para determinar as empresas que fariam parte da pesquisa, foram utilizados os critérios: participação de mercado, quantidade de informações públicas disponíveis para consulta e quantidade de serviços regulados pela ANATEL. Para tanto, foi feito um levantamento das empresas inseridas no setor de telecomunicações (telefonia fixa e móvel) por meio do *website* da BM&FBovespa: Algar Telecom S/A, Embratel Participações S/A, Oi S/A, Telefônica Brasil S/A e TIM Participações S/A.

Para definição do período a ser coberto neste trabalho, levaram-se em consideração os ditames da Lei 11.638/2007, a qual alterou a Leis 6.404/76 e a Lei 6.385/76 e determinou a convergência com as Normas Internacionais de Contabilidade, o IFRS – (*International Financial Reporting Standards*). A mencionada legislação foi criada em dezembro de 2007, vigorando a partir de janeiro de 2008 (período de adaptações, reclassificações e reapresentações), e efetivamente a partir de 2009.

3.2 Método de coleta e tratamento de dados

Foram coletados os dados presentes no Balanço Patrimonial, Demonstrações do Resultado do Exercício, Relatório da Administração e Notas Explicativas, presentes nas Demonstrações Financeiras das empresas estudadas, a partir das Demonstrações Financeiras publicadas pelas operadoras de telefonia estudadas, referentes aos exercícios de 2009 a 2013. Não foram

usados dados da Economática, pois na análise aqui proposta, foram coletadas algumas informações específicas, apresentadas somente em Notas Explicativas. A técnica de análise utilizada foi baseada na proposta por Martins, Diniz e Miranda (2012), adaptada aos objetivos deste trabalho, de acordo com os seguintes procedimentos:

- I Coleta dos dados por meio das demonstrações financeiras anuais das operadoras selecionadas que foram publicadas entre 2009 e 2013;
- II Análise da natureza das rubricas apresentadas pelas operadoras e dos relatórios de auditoria;
- III Padronização das informações financeiras coletadas;
- IV Ajustes nas contas patrimoniais e de resultado a fim de evidenciar o impacto regulatório no fluxo de caixa das operadoras;
- V Cálculo dos indicadores antes e após os ajustes efetuados;
- VI Análise dos índices e das variações encontradas entre ambos.

O ajuste sobre as tarifas praticadas pelas operadoras foi realizado pela estimativa da variação das tarifas com base no IST, comparado com a influência da média do IGP-DI e do IPCA. Os ajustes dos gastos foram realizados revertendo-se os seus lançamentos contábeis originários. Após a coleta de dados, foram calculados índices de desempenho econômico-financeiro, enfocando os aspectos de: estrutura de capital, liquidez e rentabilidade, conforme exposto na Figura 2:

Grupo Estrutura de Capital:	
Índice	Fórmula
Participação Capital 3º	EXIG. TOTAL / PL
Part. Capital 3º S/ Rec. Totais	EXIG. TOTAL / EXIG. TOTAL + PL
Composição do Endividamento	PC / EXIGÍVEL TOTAL
Garantia CP ao CT	PL / EXIG. TOTAL
Imobilização do PL	ATIVO PERMANENTE / PL
Imobilização de Recursos não Cor.	ATIVO PERMANENTE / PL + ELP
Grupo Liquidez	
Liquidez Geral	AC + RLP / PC + ELP
Liquidez Corrente	AC / PC
Liquidez Seca	AC – E / PC e DISP / PC e AC – E – DESP ANTEC / PC
Liquidez Imediata	[DISP / (CAIXA + BANCOS + APL. CURTO PRAZO)] / PC
Grupo Rentabilidade	
Giro do Ativo	RL / AT MÉDIO e VENDAS LÍQ. / ATIVO
Margem Líquida	LL / VENDAS LÍQUIDAS
Retorno do Ativo	LL / ATIVO
Retorno do PL	LL / PL e LL / PL MÉDIO

FIGURA 2 – Caracterização dos índices calculados por grupos

Fonte: Adaptado de: Iudícibus (2009), Marion (2009), Matarazzo (2010) e Martins, Diniz e Miranda (2012)

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Após a coleta dos dados divulgados nos Relatórios Financeiros das operadoras selecionadas, realizou-se uma análise operacional do setor e, conseqüentemente, da natureza das rubricas contábeis adotadas pelas empresas, a qual evidenciou as seguintes características:

- Estoque reduzido ou inexistente: normalmente, para a prestação de serviços, o volume de estoques se restringe a almoxarifado e, dependendo do serviço, algum produto que é vendido junto com a sua prestação. Este estoque é composto, basicamente por: almoxarifado, celulares e equipamentos para revenda (antenas de TV, modems, e outros);
- Investimentos elevados em Imobilizado e Intangível: a intensidade destes investimentos nas empresas pesquisadas pode variar de acordo com o serviço que será prestado. No caso do setor de telecomunicações, o investimento é elevado, pois, além dos elementos determinados pela ANATEL (licenças de uso, contratos de concessão), ainda são necessários desembolsos vultosos com tecnologias, que se renovam rapidamente;
- Empréstimos e Financiamentos elevados: para financiar todo o investimento contínuo em novas tecnologias, as operadoras precisam captar, na maioria das vezes, recursos de terceiros, elevando o saldo de empréstimos, principalmente os de longo prazo;
- Margem de contribuição oscilante: normalmente a margem de contribuição varia conforme o tipo de serviço prestado e, no caso em estudo, a margem do serviço é reduzida, sendo o lucro fortemente ligado ao volume de prestação de serviços.

Dentre as organizações estudadas, no período temporal coberto pelo trabalho, todas obtiveram pareceres de auditoria sem ressalva em relação aos seus relatórios financeiros. Isto equivale dizer que as firmas de auditoria atestaram a boa qualidade das informações reportadas, indicando que os resultados encontrados refletem a real situação patrimonial das empresas nos respectivos exercícios sociais.

Para se realizarem as análises propriamente ditas, foram necessários ajustes específicos dos resultados apurados, fazendo com que estes refletissem a realidade de receitas, custos e despesas em mesma data focal (dezembro de 2013). Além disso, para que fossem captados os efeitos das variações de resultados decorrentes das regulamentações, foram feitos ajustes em relação aos preços, custos e despesas originais, revertendo-se os efeitos dos lançamentos imputados em função do *enforcement*. Assim, foram realizados estornos de:

- a) Obrigações fiscais regulatórias (FUST, FUNTELL e outras obrigações desta natureza) a pagar: foi realizado débito nas contas do passivo e crédito no resultado;
- b) Custos e despesas regulatórias (FUST, FUNTELL e outras obrigações desta natureza): foi realizado crédito no resultado e débito nas disponibilidades;
- c) Concessões e autorizações a pagar: foi realizado débito no passivo e crédito no resultado;
- d) Provisões Regulatórias: Em relação às provisões regulatórias, decorrentes dos litígios prováveis de perda referentes a processos regulatórios das taxas fiscais FUST, FIST e FUNTELL, além dos Processos de Apuração de Descumprimento de Obrigação (PADO) realizando-se débito no passivo e crédito no resultado. Para as empresas que não apresentaram as aberturas das obrigações fiscais, foram calculados os gastos com base na alíquota de cada imposto.

Para refletir adequadamente os impactos dos custos de concessões, permissões e autorizações, foram revertidos todos os lançamentos ligados a fatos geradores desta natureza, considerando-se que, se o processo de entrada de novos participantes no mercado fosse livre, estes encargos

não existiriam. Assim, para o cálculo do efeito desses investimentos registrados no Ativo Intangível, realizou-se um crédito no Ativo Permanente e um débito em Disponibilidades, enquanto que para as amortizações acumuladas, debitou-se o Ativo Permanente e creditou-se o Resultado. Os reflexos da tributação direta, incidente sobre o lucro das empresas (representado por Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas – IRPJ, Contribuição Social Sobre o Lucro – CSSL e PIS/COFINS) foram feitos mediante o recálculo do resultado para cada exercício social das empresas, depois de feitos os ajustes mencionados. Utilizou-se a alíquota padrão de 34% sobre o Lucro Tributável apurado em cada caso. Depois de realizados todos os ajustes e os recálculos, descontando-se os efeitos das imposições do agente regulador, foram calculados os quocientes médios dentre os apurados nas empresas pesquisadas, por exercício social.

Os quocientes médios do grupo de estrutura de capital mostraram a composição das fontes de financiamento à disposição das empresas, bem como o grau de imobilização destes recursos no passivo das entidades. À medida que a empresa se utiliza de maior proporção de capital de terceiros, por um lado, reduz potencialmente o custo de capital (em razão do benefício fiscal do endividamento) e, por outro, aumenta os riscos financeiros, em razão da maior pressão dos desembolsos fixos previstos pelos contratos de financiamento. Genericamente, todos os índices pioraram quando foi considerado o impacto financeiro causado pelos encargos do organismo regulador, como se vê na Tabela 1:

TABELA 1 – Índices médios de estrutura de capital com e sem os efeitos da regulamentação.

Índices	2009		2010		2011		2012		2013	
	Antes	Após	Antes	Após	Antes	Após	Antes	Após	Antes	Após
Participação de Capital de Terceiros	1,5317	1,3949	1,3234	1,2050	1,1876	1,1071	1,4999	1,3089	2,0262	1,7291
Composição do Endividamento	0,5446	0,5447	0,5004	0,5246	0,4550	0,4811	0,4231	0,4439	0,4367	0,4537
Imobilização do Patrimônio Líquido	1,4121	1,1821	1,1745	0,9746	0,9501	0,7352	1,5631	1,1483	1,7035	1,3586
Imobilização dos Recursos Não-correntes	0,7794	0,6818	0,6830	0,5994	0,6064	0,4790	0,8188	0,6515	0,8020	0,6820

Fonte: Resultados da pesquisa.

O Índice Participação do Capital de Terceiros mostra a tomada de recursos de terceiros, por unidade de capital próprio investido no Patrimônio Líquido. Quanto menor o índice, menos capital de terceiros foi necessário. Percebe-se que, para todos os anos, o índice diminuiu após os ajustes realizados, demonstrando que as empresas se tornariam menos dependentes de capitais de terceiros, descontando-se o impacto da regulação em suas demonstrações financeiras. A evolução do índice ao longo do tempo mostra que as empresas estudadas reduziram o seu endividamento até 2011, quando houve a inflexão da curva e a reversão da tendência. Isto pode ser explicado pela redução das taxas de juros, observadas a partir de 2011, sobretudo nas iniciativas de financiamento de infraestrutura.

A simetria dos gráficos mostra que a situação financeira das empresas sistematicamente melhorou, quando foram expurgados os efeitos das medidas regulatórias, podendo indicar que as empresas usariam menos empréstimos para financiar expansão, manutenção e tecnologia, ao invés de alocar estes recursos na satisfação de encargos contratuais e outras obrigações para com a ANEEL. Todavia, deve-se considerar que a teoria aponta que o endividamento pode contribuir com a redução do Custo Médio Ponderado de Capital (CPMC) das empresas quando captado a custos competitivos.

A Figura 3 mostra a evolução dos índices de Participação do Capital de Terceiros das empresas estudadas:

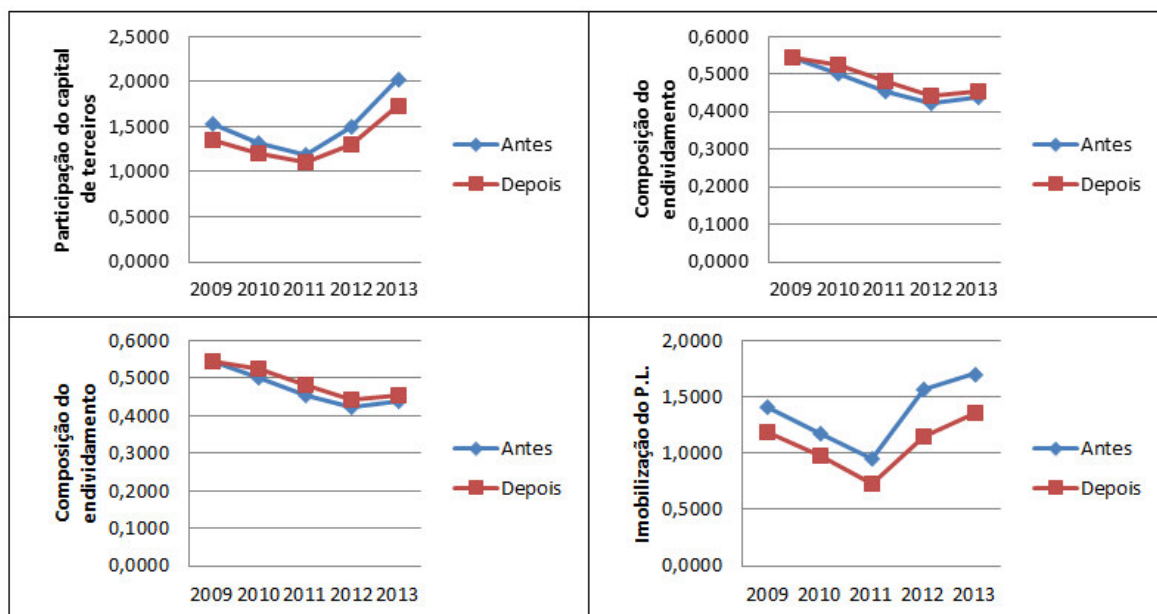


FIGURA 3: Evolução dos índices de participação do capital de terceiros, endividamento, Imobilização do Patrimônio Líquido e Imobilização de Recursos Não Correntes

Fonte: Resultados da pesquisa.

A composição do Endividamento demonstra a porção das obrigações de curto prazo em relação ao total de endividamento. Quanto maior o índice, maior concentração de dívidas de curto prazo que a firma deverá honrar até o fim do exercício social seguinte.

Nota-se que os resultados sugerem que o endividamento de curto prazo não sofreu forte impacto, mas entende-se que o indicador poderia ter uma variação maior caso o estorno do saldo de intangível (concessões e autorizações) fosse realizado contra o saldo de empréstimos. Como este recurso é usado para amortizações de concessões, teoricamente seriam financiados com captação de recursos de terceiros, gerando endividamento de longo prazo. Todavia, pela inexistência de informações concretas sobre as fontes destes financiamentos nos Demonstrativos Contábeis ou em Notas Explicativas, optou-se pela contrapartida em disponibilidades, em atendimento ao Princípio Contábil da Prudência, o que tornou os impactos menos perceptíveis. A Figura 3 exibe o comportamento deste índice:

O índice de Imobilização do Patrimônio Líquido apresenta o quanto a firma investiu no Ativo Permanente com financiamento vinculado ao Patrimônio Líquido. A partir do apresentado na Tabela 1, nota-se que o índice diminuiu em todos os anos examinados, sugerindo que as firmas precisariam investir menos nos ativos permanentes sem a interferência regulatória, tendo mais capital para investir em tecnologias por exemplo. A dinâmica deste indicador pode ser vista na Figura 3:

Nota-se que após a exclusão dos efeitos financeiros decorrentes da regulação, obtém-se uma figura simétrica, apesar de produzir quocientes proporcionalmente menores, sugerindo que, depois de expurgados os encargos regulatórios, as empresas reduziram seu grau de imobilização do PL, podendo ocasionar alterações no CMPC das mesmas, tornando-as mais competitivas em custos de financiamentos.

Os resultados do índice de Imobilização dos Recursos Não-Correntes (Tabela 1) indicam quanto os recursos de longo prazo financiam o Ativo Permanente. É característico do setor de telecomunicações um índice baixo devido aos elevados investimentos no Ativo Permanente,

os quais são compostos, em grande parte, por recursos de longo prazo de maturação. Após os ajustes, houve queda dos índices, confirmando a tendência do setor buscar financiamentos de longo prazo para custear seus investimentos na atividade operacional.

Os resultados encontrados sugerem que, após o expurgo dos encargos gerados pela regulamentação, a situação financeira das empresas melhorou. A redução sistemática dos índices médios de imobilização de recursos não correntes indica menor fração do imobilizado financiado por recursos de longo prazo, oferecendo maior liquidez às empresas. Também se deve destacar que o impacto causado pela redução do endividamento até 2011 gerou reflexos neste índice, como se vê na Figura 3:

Os índices de liquidez têm como finalidade principal mostrar a capacidade da empresa pagar suas dívidas, comparando-se as suas obrigações com os seus recebíveis, registrados no passivo e no ativo, respectivamente.

Após os ajustes, notou-se que todas as empresas tiveram predominante melhoria da sua capacidade de pagamento. Portanto, sustenta-se que o impacto financeiro causado pela regulamentação da ANEEL impõe redução da liquidez do setor. Os resultados apurados são mostrados na Tabela 2.

TABELA 2: Índices médios de liquidez com e sem os efeitos da regulamentação.

Índices	2009		2010		2011		2012		2013	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
Liquidez Geral	1,9089	1,9651	1,9526	2,0174	2,0555	2,0936	1,9754	2,0432	1,8311	1,5875
Liquidez Corrente	1,1203	1,4442	0,9948	1,2771	1,0271	1,5098	1,1543	1,7665	1,0502	0,9088
Liquidez Seca	1,0945	1,4194	0,9784	1,2622	1,0068	1,4915	1,1264	1,7406	1,0212	1,4227
Liquidez Imediata	0,3638	0,6539	0,3313	0,6515	0,3770	0,9086	0,4007	1,0638	0,3428	0,7824

Fonte: Resultados da pesquisa.

O índice de Liquidez Geral, exposto na Figura 4, demonstra a relação entre o ativo circulante e realizável em longo prazo com a dívida total da empresa. Na Tabela 2 são apresentados os índices médios anuais calculados no estudo.

Vê-se que, com exceção de 2013, em todos os exercícios sociais houve aumento desse índice, significando que a empresa consegue honrar com suas dívidas com menor dificuldade. No caso de 2013, o índice caiu devido ao aumento no ativo após os ajustes para representar o expurgo dos efeitos da regulamentação ser mais representativos que a queda do passivo.

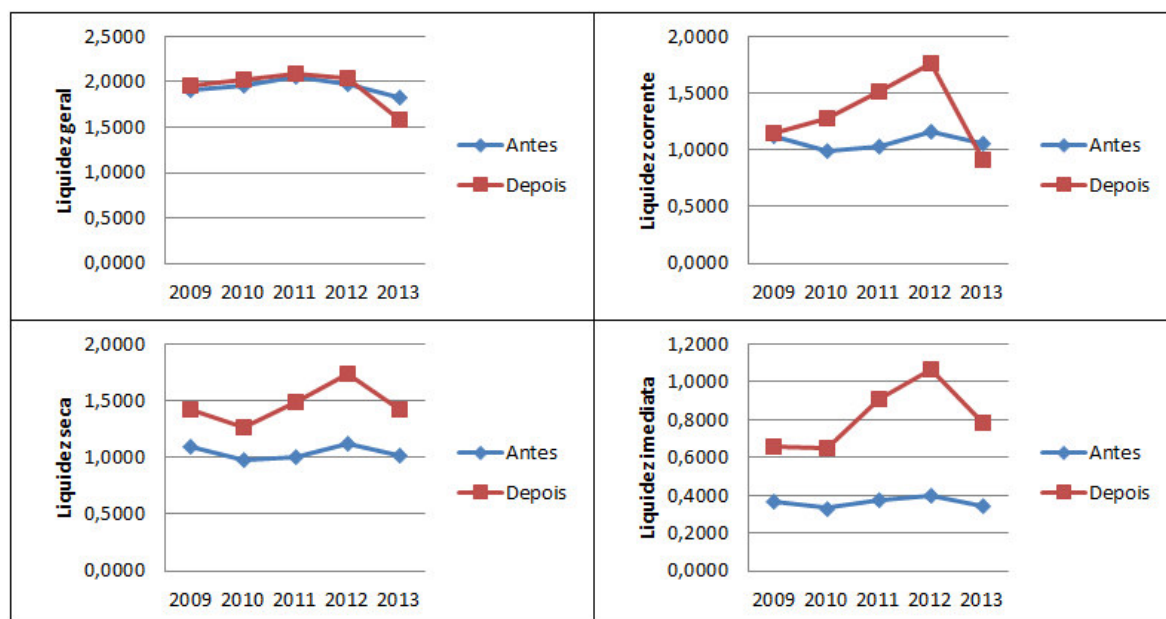


FIGURA 4: Evolução do índice de Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Liquidez seca e Liquidez imediata
Fonte: Resultados da pesquisa.

A Liquidez Corrente indica o quanto de Ativo Circulante a empresa possui em proporção ao Passivo Circulante, evidenciando as fontes de recursos de curto prazo existentes para fazer frente aos compromissos de curto prazo. A Figura 4 mostra o comportamento destes índices:

A partir dos resultados apresentados na Tabela 2, é possível notar que antes dos ajustes nas contas, derivadas dos efeitos da regulamentação da ANEEL, este coeficiente é relativamente estável, próximo de 1,00. Mas, depois de expurgados o efeito da regulamentação, percebe-se que as empresas ganham liquidez, principalmente em 2012, exercício em que a tendência se mostra acentuada. Ao se desconsiderarem os encargos regulatórios, as empresas melhoraram sua capacidade de cobrir seus compromissos de curto prazo, com recursos de mesma liquidez.

Já a Liquidez Seca expõe a relação de direitos de curto prazo, deduzidos os estoques, em relação ao Passivo Circulante. A partir dos achados no trabalho, pode-se perceber que as empresas estudadas, após se desconsiderarem os efeitos dos custos impostos pela regulamentação da ANEEL, passam a obter maior facilidade de reversão do seu ativo líquido para honrar seu passivo circulante, pois houve um aumento da liquidez seca em todos os períodos analisados, como se vê na Tabela 2.

Também cabe ressaltar que os resultados dos índices de Liquidez Seca se assemelham com os de Liquidez Corrente, pois os estoques não são significativos nas empresas de telecomunicações, cujas receitas são fortemente baseadas em prestações de serviços. O comportamento do Índice de Liquidez Seca é mostrado na Figura 4:

A Liquidez Imediata também significa capacidade de pagamento, mas com recursos de curtíssimo prazo, representados pelas disponibilidades (Caixa, Bancos e Títulos de Curto Prazo, com liquidez imediata). Pelo que se vê na Tabela 2, este índice teve comportamento estável, próximo da unidade, antes da reversão dos efeitos da regulamentação. A exclusão do impacto dos encargos devidos à ANATEL liberou recursos para outros pagamentos de curtíssimos prazos, melhorando consideravelmente a situação financeira média das empresas, como se vê na Figura 4.

Os indicadores de rentabilidade mostram o retorno do investimento realizado, normalmente expressos pelo ativo total e pelo capital próprio alocado nas empresas, comparativamente com lucro líquido do período. Segundo Matarazzo (2003), estes indicadores mostram o nível de

êxito dos investimentos realizados pela administração. Os resultados médios apurados podem ser vistos na Tabela 4.

TABELA 4 – Índices médios de rentabilidade com e sem os efeitos da regulamentação.

Índice	2009		2010		2011		2012		2013	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
Margem Líquida	4,6678	9,3725	13,0421	19,1430	9,0591	15,5429	7,2383	16,5740	6,5529	13,1010
Rentabilidade do Ativo	0,0400	0,0670	0,0840	0,1192	0,0554	0,0874	0,0444	0,0880	0,0394	0,0739
Rentabilidade do P. L.	0,1024	0,1637	0,1891	0,2569	0,1208	0,1838	0,1019	0,2014	0,1067	0,1971

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Margem Líquida significa o quanto a empresa lucra por unidade monetária de faturamento. Novamente os resultados mostram que em todos os exercícios houve melhoria dos resultados, depois de expurgados os efeitos da regulação da ANEEL. Isto se dá em razão do aumento do lucro, depois de estornados os custos e despesas regulatórias, como se observa na Figura 5:

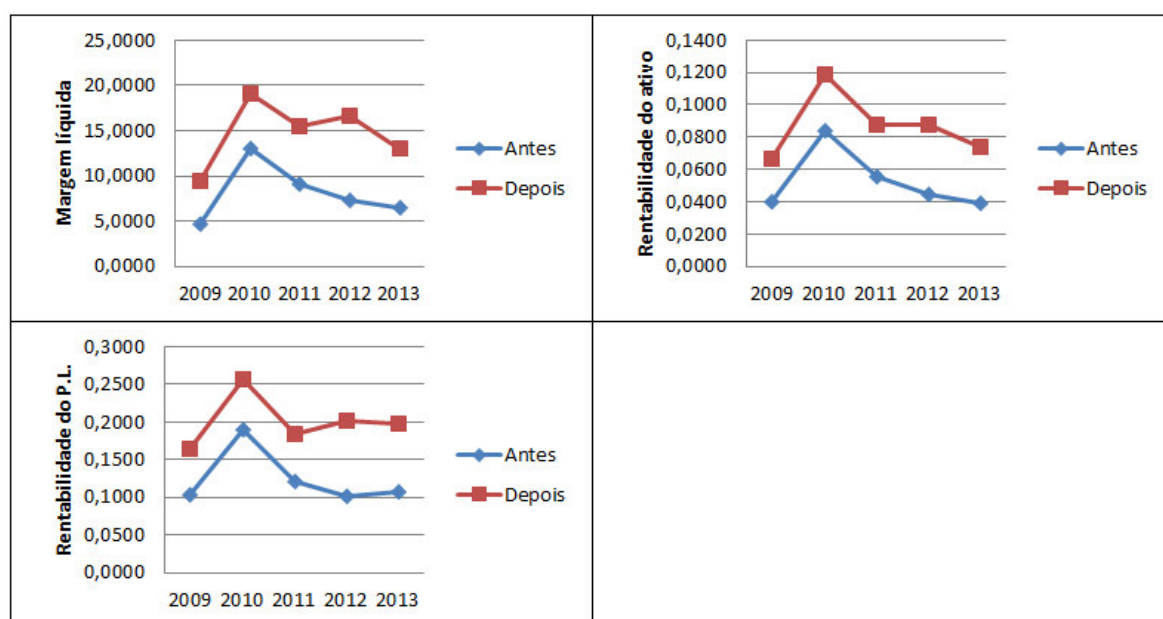


FIGURA 5: Evolução do índice Margem Líquida, Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do PL

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Rentabilidade do Ativo também significa retorno, mas em relação ao seu investimento total efetuado, refletindo o potencial de geração de lucro a partir da operação de seus ativos totais. Como observado na Tabela 4, vê-se melhoria do índice em todos os períodos, mostrando que os custos da regulamentação reduzem a competitividade da empresa, diminuindo o grau de retorno do investimento produtivo realizado.

A simetria das linhas antes e depois da exclusão dos efeitos dos encargos regulatórios mostra que estes impactam diretamente o desempenho das empresas estudadas, comprometendo seu desempenho financeiro. Os resultados médios do Índice de Rentabilidade do Ativo constam na Figura 5:

Assim como no caso do ativo total, a Rentabilidade do Patrimônio Líquido é a comparação entre o lucro líquido do exercício em relação ao capital próprio investido. Estes resultados podem ser comparados com o desempenho de outros indicadores na economia (caderneta de poupança, títulos do governo ou mesmo retorno de empresas concorrentes) podendo se apresentar como uma referência de *benchmarking* de desempenho das organizações do setor. A Figura 5 mostra a evolução deste índice.

4. CONCLUSÕES

Este trabalho apresentou um estudo exploratório do Setor de Telecomunicações, investigando o impacto da regulação sobre resultados financeiros de empresas selecionadas, no período que abrangeu os exercícios entre 2009 a 2013.

Na grande maioria dos índices analisados neste trabalho, após os ajustes realizados nos balanços, retrocedendo os lançamentos relacionados com saldos afetados pela regulação, foi possível perceber a considerável melhoria dos resultados nos índices apurados. Após os estornos de lançamentos que representavam impacto da regulação, obtiveram-se empresas com maior liquidez, capazes de honrar com maior facilidade as suas dívidas de curto e longo prazo e com maior rentabilidade.

Portanto, à luz dos resultados encontrados nesta pesquisa, dentro do horizonte temporal usado nas análises, conclui-se que a ação regulatória do Estado causa impacto financeiro negativo sobre as empresas do Setor de Telecomunicações.

Todavia, deve-se ressaltar que apenas retroceder os lançamentos financeiros motivados pela regulação não é a única medida para se analisar o impacto real da ação do órgão regulador sobre o setor de telecomunicações. É necessário atentar para outros aspectos relevantes na análise, os quais certamente impactaram os resultados aqui apurados: a estratégia empresarial adotada em cada caso e em cada exercício social, as implicações qualitativas da regulação do setor e a ausência de dados de alguns períodos.

5. REFERÊNCIAS

ANATEL. **Sobre a ANATEL**. Disponível em

<<http://www.ANATEL.gov.br/Portal/exibirPortalInternet.do>> Acesso em 12.mar.2013.

BAER, W. **A ECONOMIA BRASILEIRA**. 3. ed. Rio de Janeiro: Nobel, 2009.

BRASIL. **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1.976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 15.mai.2015.

BRASIL. **Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1.976**. Dispões sobre as Sociedades por Ações.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 15.mai.2015.

BRASIL. **Lei 8.031 de 12 de abril de 1990**. Cria o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências. Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/leis/L8031.htm>.

Acesso em 15.mai.2015.

BRASIL. **Lei 9.472 de 16 de julho de 1997**. Dispõe sobre a organização dos serviços de telecomunicações, a criação e funcionamento de um órgão regulador, nos termos da Emenda Constitucional n. 8, de 1995. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br/legislacao/leis/2-lei-9472>>. Acesso em 23.mar.2015.

BRASIL. **Lei 9.491 de 9 de setembro de 1997**. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei 8.031 de 12 de abril de 1990 e dá outras

providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9491.htm>. Acesso em 15.abr.2015.

BRASIL. **Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga os dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1.976, e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1.976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em 15.mai.2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Desenvolvimento e crise no Brasil**: história, economia e política de Getúlio Vargas a Lula. 5. Ed. São Paulo: Editora 34, 2003.

BRUM, A. J. **O desenvolvimento econômico brasileiro**. 27. ed. Petrópolis: Vozes, 2010.

CARVALHO, Ney. **A guerra das privatizações**. São Paulo, Editora de Cultura, 2009.

CAVALCANTE, José Ranieri Ribeiro. **Gestão de Custos em Telecom**. Rio de Janeiro: E-papers, 2009.

COMISSÃO E VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Documentos emitidos pelas Companhias registradas junto à CVM - ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em 20.nov.2014.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC 26 (R1). **Apresentação das demonstrações Contábeis**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>> Acesso em 15.jan.2014.

DI PIETRO, M. S. Z. **Parcerias na administração pública: concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada e outras formas**, 7ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

DIAS, L R. CORNILS, P. (Coord.). **Telecomunicações no desenvolvimento do Brasil**. São Paulo: Momento Editorial, 2008.

FODRA, M. **Estudo comparativo do desempenho financeiro e social das empresas do setor elétrico brasileiro pós-privatizações no período de 2000 a 2003**. 2007. 155 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

FURTADO, C. **Formação econômica do Brasil**. 24. ed. São Paulo: Ed. Nacional, 1991.

GASPARINI, D. **Direito Administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2009.

GREMAUD, A. P. VASCONCELLOS, M. A. S. TONETO JÚNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

GWARTNEY, J. D. STROUP, R. L. **Economics: private and public choice**. 8. Ed. Fort Worth: The Dryden Press, 1997.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MAJONE, G. **Do Estado Positivo ao Estado regulador: causas e conseqüências de mudanças no modo de governança**. Revista do Serviço Público. Ano 50, Número 1, jan-mar 1999. Disponível em: <http://www.enap.gov.br/index.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=2707>. Acesso em 21.abr.2015.

MANKIW, N. G. **Introdução à Economia**. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial.** 4^a Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, E. DINIZ, J. A. MIRANDA, G. J. **Análise Avançada das Demonstrações Contábeis:** Uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial.** 7^a Edição. São Paulo: Atlas, 2010.

PARKIN, M. **Economia.** 8 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2009.

SAMUELSON, P. A. NORDHAUS, W. D. **Economia.** 14 ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1993.