

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O PREÇO DAS AÇÕES NA BOLSA DE VALORES E INDICADORES CONTÁBEIS: UM ESTUDO APLICADO A EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA¹

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN THE PRICE OF THE STOCK LEDGER VALUES AND INDICATORS: A STUDY APPLIED THE COMPANIES ELECTRIC POWER

Andréa Mayra Gomes e Silva²
Umbelina Cravo Teixeira Lagioia³
Edison Luiz Leismann⁴
Luiz Carlos Miranda⁵
Carolina Veloso Maciel⁶

RESUMO: O presente trabalho se propôs-se a analisar por meio de um estudo com cinco empresas do setor de energia elétrica, que operam na bolsa de valores de São Paulo e possuem boa liquidez neste mercado, a seguinte questão: os indicadores do EVA®, Lucro Líquido, Fluxo de Caixa e o EBITDA influenciam o preço das ações? Para a consecução dos objetivos, optou-se por um estudo exploratório, em que foram selecionadas de forma aleatória não intencional, cinco companhias do setor de energia elétrica com ações negociadas na BMF&Bovespa, no período de 2007 a 2008. Os dados foram analisados por meio de análise de correlação, em que se buscou verificar até que ponto as variáveis independentes Fluxo de Caixa, EBITDA, EVA® e Lucro Líquido interferiam na composição da variável dependente, qual seja, oscilação do preço das ações. De acordo com os resultados apresentados, não foi possível identificar correlação uniforme entre as variáveis independentes e a oscilação do preço das ações.

Palavras-chave: Contabilidade Gerencial, Indicadores de Avaliação, Mercado de Capitais

ABSTRACT: *The present work if was considered to analyze it by means of a study with five companies of the sector of electric energy, who operate in the stock exchange of São Paulo and possess good liquidity in this market, the following question: the pointers of the EVA®, Net profits, Flow of Box and the EBITDA influence the price of the actions? For the achievement of objectives, it was opted to a exploratory study, where they had been selected of not intentional random form, five company of the sector of electric energy with actions negotiated in the BMF&Bovespa, in the period of 2007 the 2008. The data had been analyzed by means of correlation analysis, where if it searched to verify until point the independent 0 variable Flow of Box, EBITDA, EVA® and Net profits intervened with the composition of the dependent 0 variable, which are, oscillation of the price of the actions. In accordance with the presented results, were not possible to identify to correlation uniform between the independent 0 variable and the oscillation of the price of the actions.*

Word-key: *Managemental Accounting, Pointers of Evaluation, Stock Market.*

¹ Artigo Recebido em 18.12.2008. Revisado por pares em 12.06.2009. Recomendado em 13.10.2009 por Leomar dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em 18.12.2009.

Organização Responsável pelo periódico: Universidade regional de Blumenau – FURB – www.furb.br/rn

² Universidade Federal de Pernambuco - andrea.mayra@bol.com.br

³ Universidade Federal de Pernambuco - umbelinalagioia@terra.com.br

⁴ Universidade Estadual do Oeste do Paraná - elleismann@hotmail.com

⁵ Universidade Federal de Pernambuco - lc-miranda@uol.com.br

⁶ Universidade Federal de Pernambuco - carolina.velosomaciel@gmail.com

1. INTRODUÇÃO

A constituição de qualquer empresa depende inicialmente do aporte de capital realizado por seus sócios, bem como, dos empréstimos efetuados, o que se denomina capital de terceiros. Além destas fontes de investimento, a empresa dispõe também do re-investimento de lucros, decorrente de suas atividades operacionais. Porém, como estes recursos são escassos, grandes empresas recorrem à participação de acionistas como fonte de investimento.

Conforme afirma Cavalcante e Misumi (2001, p. 156) tal alternativa é indispensável, pois, “no cenário econômico atual, no qual predomina o uso intensivo de tecnologia, a grande competição entre as empresas e a globalização, as empresas não podem depender única e exclusivamente dos recursos próprios para financiar sua expansão”. Ante esta necessidade, surgem cada vez mais estudos com o objetivo de analisar parâmetros determinantes do funcionamento do mercado.

Um conceito que vem sendo bastante divulgado na última década é o da geração de valor para o acionista. O EVA® (Economic Value Added - valor econômico agregado) corresponde ao valor resultante após remuneração dos credores (terceiros) e dos sócios (acionistas), ou seja, é o valor que a empresa agregou aos acionistas. O surgimento deste indicador no meio empresarial é uma forma de reconhecimento da importância dos investidores para as companhias de capital aberto e, conseqüentemente, para o sistema financeiro de uma economia (Duarte, 1999).

Diversos trabalhos realizados ultimamente se propõem a analisar se tal índice possui relação com a oscilação das ações no mercado. Alguns destes trabalhos apontam para uma relação positiva, como o de Ferreira (2006) realizado no mercado brasileiro, que encontrou uma correlação, embora pequena, para o EVA® e o retorno das ações. Por outro lado, outros estudos compararam o EVA® aos indicadores tradicionais oriundos da contabilidade, e constataram que não há nenhuma correlação do EVA® com o retorno do mercado e que as medidas contábeis explicam melhor tal correlação. Biddle et al (1997) apud Salvi, (2007).

Em continuidade ao trabalho de Salvi (2007), que realizou um estudo sobre a relação do retorno das ações com o EVA®, o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais (Fluxo de Caixa descontado e Lucro Líquido), este trabalho se propõe a analisar tal correlação sob uma óptica diferente: a da desvalorização das ações, relacionando a oscilação percentual destas com indicadores de desempenho financeiro, a fim de averiguar se tais índices podem vir a amenizar o impacto negativo do mercado nos papéis de empresas do setor de energia. Além das medidas de performance utilizadas por Salvi (2007), será avaliado o EBITDA (Earnings Befor Interest, Taxes Depreciation & Amotization – lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) devido à grande divulgação que vem sendo dada a este indicador, em substituição ao lucro residual, experimentado no trabalho do referido autor.

2. Caracterização do Problema

Tendo em vista a competitividade no cenário empresarial e a necessidade das empresas em captar recursos, há uma crescente preocupação de apresentar aos investidores, indicadores financeiros que possam fornecer base para avaliação da performance empresarial.

Dentre as metodologias de análise de desempenho mais abordadas ultimamente encontram-se o EVA® e o EBITDA. Estas medidas possuem divulgação opcional, proporcionando informação complementar aos acionistas. Por sua vez, as medidas contábeis tradicionais (Lucro Líquido e Fluxo de Caixa) possuem divulgação obrigatória e também constituem parte integrante dos demonstrativos fornecidos para avaliação de resultados. Alguns autores defendem a utilização conjunta destes índices para melhor avaliação de um investimento.

Esta avaliação visa atender a dois aspectos que interessam aos investidores: conhecer as aplicações com maior distribuição de dividendos e aquelas com ações mais valorizadas. Contudo, sendo a revenda de ações a principal fonte de remuneração dos acionistas e tendo em vista a recente crise financeira, cabe analisar se os indicadores mencionados influenciam o desempenho das ações neste cenário.

Dessa forma, o presente trabalho se propõe a analisar por meio de um estudo com cinco empresas do setor de energia elétrica, que operam na bolsa de valores de São Paulo e possuem boa liquidez neste mercado, a seguinte questão: os indicadores do EVA®, Lucro Líquido, Fluxo de Caixa e o EBITDA influenciam o preço das ações?

3. METODOLOGIA

O presente estudo tem como método utilizado será o da pesquisa exploratória que “[...] tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis.” Gil (1999), apud Beuren (2004, p.81). Ainda conforme Beuren (2004), a pesquisa pode ser qualificada em relação aos procedimentos e à abordagem do problema. Diante dos procedimentos de coleta, a pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, e documental que respalda o embasamento teórico do estudo. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa classifica-se como quantitativa pois para a análise dos dados utilizou-se da estatística para avaliar a relação entre variáveis.

Para amostra desta pesquisa foram selecionadas, de forma aleatória não intencional, cinco companhias do setor de energia elétrica com ações negociadas na BMF&Bovespa, no período de 2007 a 2008, as quais se encontram classificadas em um dos segmentos de governança corporativa adotados por tal entidade (nível 1, nível 2 e novo mercado).

As medidas de desempenho analisadas, as quais se constituem nas variáveis independentes do estudo, são o Fluxo de Caixa, o EBITDA, o EVA® e o Lucro Líquido. Por sua vez, a variável dependente a ser estudada será a oscilação do preço das ações no mercado brasileiro. Ressalta-se que duas companhias da amostra possuem mais de um tipo de ação negociada e será avaliado o título comum à todas.

Os dados foram analisados por meio de análise de correlação, em que se buscou verificar até que ponto as variáveis independentes Fluxo de Caixa, o EBITDA, o EVA® e o Lucro Líquido interferiam na composição da variável dependente oscilação do preço das ações. Complementarmente, buscou-se verificar se havia correlação entre as variáveis

independentes, a fim de se verificar uma uniformidade de comportamento entre cada uma delas.

4. REFERENCIAL TEÓRICO

4.1. Indicadores Tradicionais e Outras medidas de desempenho

As empresas integrantes do mercado de capitais são obrigadas a apresentar demonstrações contábeis trimestrais e anuais, conforme Instrução Normativa CVM nº73/87 e Lei nº6404/76. Entre estas informações divulgadas está o Lucro Líquido, que é uma medida tradicional de avaliação de resultado para os investidores. Com a Lei nº11.638/2007, também passou a ser obrigatória a elaboração do Fluxo de Caixa, que já vinha sendo divulgado por algumas empresas brasileiras. Além destas demonstrações, outras medidas são evidenciadas pelas companhias, seja para melhorar a imagem da entidade, atrair novos investidores ou aumentar a cotação dos papéis no mercado. Dentre estas medidas encontram-se o EBITDA e o EVA®, que em conjunto com os indicadores tradicionais citados acima, serão analisados.

4.2. Lucro Líquido

O Lucro Líquido, também denominado lucro contábil, é o resultado da empresa líquido de todas as despesas, custos e ainda, conforme Iudícibus, Martins e Gelbecke (2003) das participações de empregados, debêntures e partes beneficiárias, evidenciado na Demonstração do Resultado do Exercício.

A medida é destinada a constituição de reservas pela empresa e base para remuneração dos acionistas, mediante pagamento dos dividendos.

4.3. Fluxo de Caixa

A Demonstração do Fluxo de Caixa, diferentemente do Lucro Líquido, evidencia as movimentações apenas de natureza financeira e, de acordo com Iudícibus, Martins e Gelbecke (2003), tem como objetivo geral prover os usuários de informações relacionadas aos pagamentos e recebimentos de uma empresa em determinado período.

Dentre as finalidades singulares do demonstrativo estão: permitir que investidores avaliem a capacidade da empresa gerar fluxos positivos, pagar dividendos, saldar dívidas com fornecedores e de empréstimos, a liquidez financeira, o desempenho operacional e a capacidade preditiva do modelo mediante análise de fluxos passados. (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBECKE (2003).

Conforme Lopes e Martins (2005) “o principal benefício do Fluxo de Caixa em relação ao Lucro Líquido é a eliminação do grau de incerteza sobre eventos futuros”. Tal segurança deve-se a desconsideração de eventos que não movimentam o caixa.

Quanto à forma de elaboração, o Fluxo de Caixa apresenta informações segregadas no demonstrativo conforme cada atividade da empresa e podem ser evidenciadas através do método direto e indireto.

No método direto, a variação do caixa é avaliada a partir do registro das operações de entrada (receitas) e saída (custos e despesas) de valores na empresa. Por sua vez, o método indireto parte do Lucro Líquido do período, adicionando a este as despesas que não representam desembolso, como a depreciação, mais a variação dos saldos das contas contábeis (fornecedores, clientes etc.).

4.3.1. EBITDA

O EBITDA é uma sigla originada do inglês (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), que significa Lucro Antes de juros, impostos depreciação e amortização, ou, LAJIDA. (ASSAF NETO 2002).

Conforme Santana e Lima (2004), o EBITDA destacou-se na década de 70, nos Estados Unidos quando as empresas o utilizaram para mensurar o tempo de retorno de um investimento em infra-estrutura no longo prazo. No Brasil, o indicador surgiu conjuntamente com os investidores estrangeiros, a partir da estabilização econômica do país, em 1994, quando foram reduzidos os índices de inflação. (ICÓ; BRAGA, 2001; LOPES 2002, apud Santana, 2004). Este quadro gerou não só a possibilidade de mensuração da medida, mas, a necessidade de sua divulgação para os investidores.

Conceitualmente o EBITDA pode ser definido como uma medida operacional de resultado. De acordo com Assaf Neto (2002) o Lucro Antes de juros corresponde ao lucro gerado pelo negócio independente do capital empregado para sua geração. Assim, são excluídas as despesas financeiras na sua apuração. De acordo com o citado autor, este conceito reflete o Fluxo de Caixa operacional restrito, pois, embora desconsidere as despesas não desembolsáveis (depreciação e amortização) como o demonstrativo mencionado, pode apresentar valores pendentes em parte de recebimento e obrigações ainda não salgadas. Dessa forma a medida avalia o potencial de caixa gerado pelo negócio. Quanto maior for o índice maior será a capacidade da empresa em gerar resultados nas atividades.

Convém ressaltar que de acordo com a legislação brasileira, os encargos financeiros são dedutíveis para obtenção do lucro operacional e que a depreciação está contida nas despesas operacionais.

4.3.2. EVA®

O EVA® é definido como uma medida de desempenho utilizada para apurar se um negócio gera resultado superior ao ônus do capital empregado, ou seja, é o valor resultante que uma empresa agrega após a remuneração de todo capital investido (capital de terceiros e capital próprio. Kassai et al (2005). Conforme Assaf Neto (2002) o custo deste capital representa a rentabilidade mínima que uma empresa deve auferir em seus negócios, para que consiga remunerar suas fontes de financiamento. Somente após esta remuneração é que a empresa efetivamente irá obter lucro.

Sendo assim, para que uma empresa aumente o EVA® é necessário que ocorra alguma dessas três hipóteses: aumento do lucro operacional sem o emprego de mais capital, inserção de novos capitais com custo menor do que o retorno auferido no negócio e retirada do capital das unidades que não proporcionam retorno adequado (FERREIRA, 2006).

Para Ehrbar (1999, p. 5) apud Nakayasu, (2004, p.5), o EVA® é uma metodologia “que empresas poderão utilizar para comunicar suas metas e realizações a investidores, e que investidores poderão utilizar para identificar empresas com perspectivas de desempenho superior”. Assim, conhecida a criação de valor de uma empresa, é possível identificar se o retorno do investidor está superior ou inferior aquele que deveria ocorrer.

Segundo a Stern Stewart (2001) apud Ferreira (2006), os principais benefícios do EVA® são: a) Considerar a remuneração do capital dos acionistas; b) Apresentar valor no lugar de percentual; e c) Proporcionar uma análise comparativa.

Tendo em vista tais benefícios, o objetivo do EVA® “é entender quais unidades de negócios melhor alavancam seus ativos para gerar retornos e maximizar o valor dos acionistas”. (SHAND, 2000, p.65 apud NAKAYASU, 2004, p. 4). Dessa forma, para aumentar a riqueza do acionista, é preciso aumentar a geração de valor nas atividades operacionais da empresa.

Entretanto, embora o foco do método seja o acionista, este não serve de parâmetro exclusivo dos investidores, como medida de avaliação de resultados, mas, pode ser utilizado para fins gerenciais com função no planejamento das atividades organizacionais de modo a melhorar o desempenho da empresa na geração de resultados. Sobre este aspecto Martins (2006) comenta:

A abordagem com foco na criação de valor possibilita avaliar, através de instrumentos adequados, as alternativas de estrutura de capitais e de recursos aplicados, proporcionando vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica, através de vários aspectos, de onde se pode destacar a tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criam valor para a empresa; a análise da estrutura e do custo de capital, bem como sua influência no resultado final.

Sendo a meta da empresa gerar retorno aos proprietários (acionistas), as decisões tomadas por seus agentes (gestores e funcionários) deve ser pautada no efeito que determinada decisão terá sobre a geração de valor para àqueles. Considerando-se este impacto, o gestor possui a mesma finalidade do investidor, que é maximizar os resultados operacionais, criando valor. A metodologia do EVA® propicia uma mesma visão ao acionista e ao gestor, pois, este poderá avaliar dentre as opções e ante os recursos disponíveis aplicá-los naquela atividade operacional ou projeto que trará melhor retorno e seja superior ao custo de capital. (GITMAN, 1997).

A visão de agregar valor apenas para o acionista vem sendo modificada, de forma a abranger todos que fazem parte da empresa, como evidencia o mencionado autor (1997, p.19):

“Embora a maximização da riqueza do acionista seja o objetivo principal, muitas empresas, nos últimos anos, têm ampliado seu foco para incluir os interesses dos stakeholders.” Estes, são definidos como todos aqueles “que possuem um vínculo econômico direto com a empresa”, podendo ser empregados, clientes etc.

Esta visão ampla tem por objetivo manter a riqueza de todos aqueles que participam da empresa, evitando medidas que sejam prejudiciais aos stakeholders, para que não afetem sua riqueza de forma a transferir para a empresa. Gitman (1997).

Embora fiquem claro os benefícios do EVA® para fins gerenciais, aqui, o método será utilizado como medida de avaliação de retorno das ações, tendo como foco o investidor.

4.4. Geração de Valor para o Acionista

Conforme Assaf Neto (2002, p.243), “o objetivo de qualquer empresa é criar valor para seus acionistas, promovendo a maximização de sua riqueza.” O citado autor define ainda valor como “uma medida bem mais completa, levando em consideração em seus cálculos a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital e o risco associado ao investimento”.

Tendo em vista este conceito, o EVA® apresenta-se como instrumento para mensurar tal objetivo por considerar fatores peculiares de geração de valor aos acionistas, que não estão presentes em outros indicadores.

Com a evolução das políticas empresariais atuais, a exigência por informação e por uma gestão transparente, não haverá interesse dos investidores por organizações que não consigam remunerar seu capital, ou seja, que afirmem recursos menores que um investimento seguro. As grandes empresas que operam no mercado de capitais necessitam proporcionar atratividade aos investidores, pois, a captação de novos recursos no mercado, depende do desempenho dos negócios e o EVA® é uma medida de desempenho, que oferece ao investidor a informação sobre quanto deveria auferir, à medida que demonstra o custo de seu investimento.

Este custo é definido por Gitman (1997, p.382) como “a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre os seus investimentos para manter o valor da ação inalterada”. Daí decorre a necessidade da utilização de um índice que possa informar à empresa e ao acionista se os negócios estão agregando valor. Só haverá criação de valor, quando os recursos gerados forem superiores ao custo de captação do investimento.

4.5. Mercado de Capitais

4.5.1. Aspectos Gerais

Conforme o crescimento, as empresas tendem a necessitar de grande volume de recursos, estes podem advir de três fontes: lucros acumulados, sócios e credores. Sendo este último capital cobrável e os demais limitados, muitas empresas decidem abrir o capital. Para organizar a captação de recursos dos investidores e a negociação, surgiu o mercado de capitais.

É no mercado de capitais onde as empresas realizam as vendas de títulos e valores mobiliários, e os investidores, também chamados poupadores, efetuam a compra. Dessa forma, é proporcionada liquidez aos papéis emitidos pelas empresas.

“O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”. (Pinheiro, 2007, p. 130). De um lado as empresas captam recursos necessários às suas atividades e por outro, os agentes compradores (investidores) auferem ganhos mediante juros pagos pelos títulos, dividendos ou pela revenda deles no mercado. De acordo com o citado autor, as vantagens advindas com o mercado de capitais são: a) Aumento das alternativas de financiamento para as empresas; b)

Redução do custo global de financiamentos; c) Diversificação e distribuição do risco entre os aplicadores; d) Democratização do acesso ao capital.

Outra vantagem é que, ao poder contar com a participação de acionista como fonte financiadora, as companhias têm a possibilidade de definir melhor a estrutura de capital que desejam manter, visando uma distribuição que acarrete em menor ônus e proporcione maior crescimento. Gitman (1997).

4.5.2. Agentes do Mercado

Segundo Lagioia (2007) o mercado de capitais encontra-se dividido em duas áreas, a institucionalizada, onde há órgão regulamentador e as operações são realizadas mediante intermediação financeira, e a não-institucionalizada, onde a negociação é direta, entre a empresa e o investidor e não há regulamentação. Neste último encontra-se o mercado de balcão.

Os órgãos regulamentadores da área institucionalizada são: o Conselho Monetário Nacional – CMN, a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Cada um destes despenha uma função distinta, quer seja regulamentar, normatizar, fiscalizar e assessorar.

Além destes órgãos regulamentadores, compõe o mercado de capitais agentes operadores como a bolsa de valores, as sociedades corretoras, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, bancos múltiplos e de investimento, investidores e companhias de capital aberto.

Dentre os referentes agentes, destaca-se a bolsa de valores por possuir um papel central no mercado de capitais, pois, é o local onde ocorrem as negociações de títulos e valores mobiliários, podendo estas transações ser de empresa para investidores ou revenda entre investidores, mediante intermediação de uma sociedade corretora. Conforme Resolução nº 2.690 de 28.01.2000 apud Lagioia (2007) as bolsas de valores são:

Associações civis, sem fins lucrativos ou sociedades anônimas, e têm por objetivo social, entre outros, manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros, pela autoridade monetária e, em especial, pela CVM.

Sobre a finalidade não lucrativa, ressalta-se que seguindo uma tendência mundial, a Bolsa de Mercadorias & Futuros, Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA, à época BOVESPA, abriu o capital em 2007, passando a ter fins lucrativos. Contudo, destaca-se que tal finalidade restringe-se à venda de seus títulos, mantendo o antigo conceito nos demais aspectos. Outro fator a ser ressaltado é a finalidade das sociedades corretoras, pois, as negociações nas bolsas de valores são realizadas por intermédio destas instituições. A principal função das corretoras é aproximar os vendedores dos compradores, proporcionando uma negociação adequada (Pinheiro 2007).

4.5.3. Agentes externos do mercado

Conforme o Cavalcante e Misumi (2001, p. 161) “o mercado de ações pode ser influenciado por ciclos. Em alguns momentos os preços das ações podem se encontrar deprimidos.” Dessa forma, os papéis negociados de uma companhia podem ter seu desempenho influenciado pelo do mercado. Num clima de otimismo, as ações em geral acompanham a valorização da bolsa de valores, podendo esta valorização ser superior ao desempenho operacional da empresa.

Com a globalização, levando a interligação das economias e a redução das barreiras alfandegárias, houve aumento no risco do mercado, tornando-o mais vulnerável aos agentes externos. Se por um lado o mercado globalizado propicia maior dinamismo no desenvolvimento econômico, por outro ele aponta certa fragilidade (PINHEIRO, 2007).

Ainda conforme Pinheiro (2007, p. 98) três são os fatores causadores do risco com a globalização: “a intercomunicação instantânea que aumenta a volatilidade dos capitais; a interligação do sistema financeiro internacional; e os novos agentes financiadores, que estão além do controle dos bancos centrais”. Estes agentes podem acumular perdas e conseqüentemente, transferi-las aos acionistas.

A desvalorização de ações num mercado leva insegurança aos investidores. Estes optam por modificar suas aplicações em outras economias, no intuito de evitar maiores perdas ou compensar as obtidas e assim, um fato isolado termina por impactar em outros países. Num cenário de crise financeira são sete as variáveis afetadas: taxa de juros, de câmbio, alíquotas tributárias, a inflação, os preços de ativos, salários e a dívida pública. Tais variáveis interferem diretamente no mercado de capitais, desvalorizando títulos e reduzindo as negociações (Pinheiro, 2007). É com base também neste cenário que o presente trabalho irá analisar a cotação de ações em seis trimestres, a fim de averiguar, por meio de uma comparação com indicadores financeiros, se tais índices acompanharam o preço das ações nas empresas analisadas.

5. DESCRIÇÃO E CÁLCULO DOS DADOS

Para apresentação dos cálculos do EVA foi selecionada uma das cinco empresas que compõem a amostra, a CPFL energia. Os demais indicadores avaliados (Lucro Líquido, EBITDA e Fluxo de Caixa) foram obtidos nos relatórios trimestrais divulgados pelas empresas em seus sites e nas demonstrações obrigatórias (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício). Assim, será evidenciado apenas o cálculo do EVA.

a) Cálculo do EVA: Como visto o EVA é obtido mediante a seguinte fórmula:

$$EVA^{\text{®}} = \text{NOPAT} - (\text{CMPC}\% * \text{CT})$$

Assim, é preciso calcular cada um destes componentes.

b) Cálculo do NOPAT: O NOPAT foi calculado conforme modelo proposto por Young e O’Byrne (2003), utilizando alguns dos ajustes propostos por tal modelo, como a exclusão das despesas financeiras, porém, partindo do resultado operacional. Ressalta-se que alguns dos ajustes propostos como a exclusão da equivalência patrimonial e a provisão para

crédito de liquidação duvidosa já se encontram inseridos no resultado operacional e por isso, não foi necessário realizá-los.

c) Cálculo do Capital: Para cálculo do capital foi utilizado o valor contábil divulgado no balanço patrimonial das empresas, somando-se neste apenas as contas dos passivos onerosos (financiamentos, debêntures, dividendos, juros sobre o capital e patrimônio líquido) e considerando a variação de um período para outro através de uma média entre dois trimestres, a cada período analisado.

5.1. Custo de Capital de Terceiros

Para apuração do custo do custo de capital de terceiros foram utilizados o Balanço Patrimonial do período atual e subsequente para identificação da dívida média (Financiamentos) e a Demonstração do Resultado do Período para computar as despesas financeiras. Destas despesas foi deduzida a alíquota do IR e CSLL, de 34%.

5.2. Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio foi realizado conforme o modelo CAPM, através da seguinte fórmula: $E(R_i) = R_F + \beta [E(R_M) - R_F]$

Onde:

R_F : É o retorno de um ativo livre de risco;

β : É uma medida do risco não-diversificável;

$E(R_M)$: É o retorno esperado do mercado de ações.

Como taxa livre de risco (R_m) foi utilizada a taxa SÉLIC, que remunera os títulos do governo. Para cálculo do custo de cada período foi usada a remuneração efetiva do período correspondente, as quais estão demonstradas no quadro 1 a seguir:

Mês/Ano	Prêmio	Mês/Ano	Prêmio
Janeiro/07	1,08%	Janeiro/08	0,93%
Fevereiro/07	0,87%	Fevereiro/08	0,80%
Março/07	1,05%	Março/08	0,84%
Abril/07	0,94%	Abril/08	0,90%
Mai/07	1,03%	Mai/08	0,88%
Junho/07	0,91%	Junho/08	0,96%
Julho/07	0,97%	Julho/08	1,07%
Agosto/07	0,99%	Agosto/08	1,02%
Setembro/07	0,80%	Setembro/08	1,10%

Quadro 1: Base de cálculo da taxa livre de risco

Fonte: dados da pesquisa

O β da empresa foi calculado com base na variação trimestral das cotações da empresa e do Ibovespa, do seguinte modo:

$$\beta = \text{Cov}(R_F, R_M)$$

Var(RM)

Onde:

β : É uma medida do risco não-diversificável;

RF: É o retorno de um ativo livre de risco;

RM: É o retorno esperado do mercado de ações.

O β encontrado para o primeiro trimestre foi o seguinte: $\beta = 0,7193$

Por sua vez, o prêmio de risco do mercado foi calculado através de uma média aritmética com base na valorização do índice Ibovespa nos anos de 2006 e 2007, resultando no seguinte retorno: $RM = 9,57\%$

Portanto, no 1º trimestre os valores obtidos foram:

Ativo Livre de Risco =	3%
Prêmio de Risco =	9,57%
Beta =	0,7193

Assim, o custo do capital próprio do 1º trimestre/2007, é: $K_p = 7,73\%$

Conhecendo os custos dos dois tipos de capital, é necessário identificar a participação de cada um na estrutura, para estimar o custo médio ponderado de capital. Este calculado pela fórmula:

$$WACC = (K_p \times C_p) + [K_t \times C_t]$$

Onde:

K_p : Custo do Capital Próprio;

C_p : Participação Capital Próprio em relação aos recursos totais;

K_t : Custo do Capital de Terceiros;

C_t : Participação Capital de Terceiros em relação aos recursos totais.

Para manter a coerência dos valores será utilizado o capital médio anteriormente mencionado, para avaliar a participação de cada capital na estrutura. Assim, a participação fica:

	Em mil R\$
Capital de Terceiros	5.063.664
Capital Próprio	5.104.129
Capital Total	10.167.793
Participação CT	49,80%
Participação CP	50,20%
Custo do Capital de Terceiros	2,73%
Custo do Capital Próprio	7,73%

Por sua vez, o custo médio ponderado de capital, é: $K_m = 5,24\%$

Cálculo do EVA

Seguindo o modelo proposto por Young e O'Byrne (2003) temos:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Investido} \times K_m$$

Sendo:

NOPAT = 586.810

Capital Investido Médio = 10.167.793

Km = 5,24%

O EVA do 1º Trimestre/2007 fica: EVA = 54.018

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para avaliar o retorno das ações foi utilizada uma média aritmética trimestral do índice Ibovespa, a fim de identificar se a variação percentual superior ou inferior de uma ação em relação a tal índice possuía correspondência na variação percentual dos indicadores de desempenho. A análise foi realizada considerando ainda, a defasagem de tempo da divulgação das informações trimestrais pelas empresas. Dessa forma, a oscilação da ação num trimestre foi comparada à informação divulgada no trimestre anterior, do seguinte modo:

Preço Ações $t = f(\text{indicadores } t-1)$, onde:

Ações = t

Indicadores = $t-1$

Ressalta-se também que as ações que compuseram a amostra foram apenas as ordinárias e assim, deixaram de ser incluídos quatro papéis negociados de duas empresas que possuem também ações preferenciais.

Assim, analisando-se a oscilação das ações ordinárias das empresas do setor de energia elétrica (Centrais Elétricas de Santa Catarina, CPFL Energia, Eletrobrás, Light e Tractebel), do início do primeiro trimestre de 2007 ao fim do terceiro trimestre de 2008, obteve-se o seguinte percentual de variação de um período para o outro:

	3º Trim./07	4º Trim./07	1º Trim./08	2º Trim./08	3º Trim./08
CELESC	3,50%	16,55%	-18,47%	15,71%	5,29%
CPFL	5,25%	2,23%	-5,60%	12,08%	-8,94%
ELETR	2,66%	-1,64%	-5,81%	9,89%	3,55%
LIGHT	-0,97%	10,26%	-17,51%	0,77%	-5,95%
TRACTBEL	12,16%	5,95%	-11,32%	13,75%	-8,62%
IBOVESPA	8,78%	13,54%	-4,30%	11,70%	-19,83%

Tabela 1: Oscilação do Preço das Ações e da Carteira Ibovespa no período de 2007 a 2008

Fonte: dados da pesquisa

Como pode se constatar na tabela, 1 houve duas quedas do Ibovespa no período analisado, sendo uma no primeiro trimestre, onde houve variação negativa também em todas as empresas da amostra, acompanhando o mercado, e no terceiro trimestre de 2008, onde ocorreram diferentes resultados das ações das companhias, tendo algumas destas, apresentado

índices inferiores ao ocorrido na bolsa, representando menor desvalorização, e outras duas, obtido valorização.

Com relação aos indicadores também foi utilizada a variação percentual destes em cada trimestre partindo do início de 2007. Contudo, como mencionado anteriormente, foram comparadas as informações de um período com a oscilação do trimestre posterior e, a partir de ambas as variações, foi calculada a correlação, através do coeficiente de determinação (R²), entre cada indicador e a oscilação de cada título. Para fins desta análise, serão consideradas relevantes as correlações que apresentarem percentual superior a 50%, e pouco relevantes aquelas que variarem entre 40 e 50%.

Dessa forma, obteve-se o seguinte resultado da correlação para medida do EVA, mediante a variação percentual deste:

	2°Trim./2007	3°Trim./2007	4°Trim./2007	1°Trim./2008	2°Trim./2008	Correlação EVA/Variação preço ação
CELESC	-209%	-256%	-14%	80%	360%	-9,77%
CPFL	263%	-50%	-113%	-1124%	32%	-60,56%
ELETR	-14%	6%	59%	-38%	-135%	-61,34%
LIGHT	51418%	-143%	-578%	80%	385%	9,99%
TRACTBEL	-284%	197%	29%	256%	-121%	16,98%

Tabela 2: Variação do EVA®

Fonte: dados da pesquisa

A tabela 2 demonstra que duas das cinco empresas pesquisadas possuem correlação negativa do indicador EVA® com o preço dos títulos negociados por tais companhias (CPFL = -60,56% e ELETROBRÁS = -61,34%), ou seja, o indicador variou de modo adverso à oscilação do preço das ações. Nesse sentido, para estas duas companhias, quanto maior a geração de valor para o acionista, menor a cotação destas em bolsa. Os resultados encontrados vão de encontro à teoria, a qual afirma que o EVA® gera valor para o acionista (KASSAI et AL, 2005; MARTINS, 2006) e corroboram os estudos de Biddle et al (1997), o qual não encontrou nenhuma relação do EVA com o retorno das ações. Outra observação possível é que, caso ocorra geração de valor, o mesmo é imperceptível para o mercado, haja vista que para esta amostra específica, nos anos pesquisados, o EVA possuiu correlação negativa com o preço das ações.

Outra análise realizada foi a correlação entre os EVAs das 5 empresas pesquisadas. Por meio desta análise, verificou que os mesmos não apresentaram semelhança entre os si, evidenciando a falta de uniformidade do segmento analisado (energia elétrica) o que talvez possa contribuir para a não percepção da criação de valor para o acionista. Logo abaixo pode-se observar a tabela 3 a qual evidencia as correlações entre as empresas.

Empresa	CELESC	CPFL	ELETROBRÁS	LIGHT	TRACTBEL
CELESC	1				
CPFL	-0,81385	1			
ELETROBRÁS	-0,99998	0,814237	1		

LIGHT	0,965252	-0,77576	-0,96686	1	
TRACTBEL	0,559635	-0,47551	-0,55445	0,323681	1

Tabela 3: Correlações EVAs

Fonte: dados da pesquisa

Como se pode verificar, as correlações entre as cinco empresas analisadas seguem comportamentos distintos, em que ora as correlações entre as companhias oscilam positivamente (por exemplo, a CPFL e a ELETROBRÁS, com coeficiente de correlação de 0814237) e ora negativamente (CELESC e a ELETROBRÁS, com coeficiente de correlação de -0,99998).

A análise seguinte foi realizada por meio da apreciação do comportamento do fluxo de caixa das empresas e sua correlação com preço das ações. Os resultados estão evidenciados na tabela 4, a seguir:

Empresa	2° Trim./07	3° Trim./07	4° Trim./07	1°Trim./08	2°Trim./08	Correlação FC/Varição preço ação
CELESC	-161%	276%	14%	-125%	180%	17,82%
CPFL	-112%	-1377%	271%	-126%	77%	-27,94%
ELETROBRÁS	21%	42%	-105%	2234%	-75%	78,47%
LIGHT	120%	39%	-5%	-240%	150%	-8,57%
TRACTBEL	-126%	600%	-116%	400%	-367%	58,66%

Tabela 4: Fluxo de Caixa

Fonte: dados da pesquisa

Pode-se verificar aqui que, do mesmo modo que o indicador EVA[®], os resultados obtido na correlação do Fluxo de Caixa também não evidencia relação homogênea desta medida contábil com a variação dos preços das ações. Observaram-se, neste caso, apenas duas empresas que apresentaram uma forte correlação positiva (ELETROBRÁS = 78,47% e TRACTEBEL = 58,66%). Porém, dado o resultado negativo (embora fraco) da CPFL Energia e Light S/A, não se pode atribuir nenhum grau de explicação deste índice para o retorno das ações, visto que nestas companhias, as ações variaram contrariamente ao Fluxo de Caixa.

A fim de se realizar uma análise mais aprofundada dos indicadores relacionados ao fluxo de caixa das empresas, optou-se por correlacioná-los entre si. Os resultados podem ser visualizados na tabela 5, a seguir:

Empresa	CELESC	CPFL	ELETROBRÁS	LIGHT	TRACTBEL
CELESC	1				
CPFL	0,050024	1			
ELETROBRÁS	-0,23989	-0,92645	1		
LIGHT	0,229978	0,204214	-0,52543	1	
TRACTBEL	0,220984	-0,40712	0,525167	-0,3954	1

Tabela 5: Correlações Fluxos de Caixa

Fonte: dados da pesquisa

Ao se analisar as correlações entre os fluxos de caixa das empresas os resultados corroboraram com o que foi verificado anteriormente, demonstrando que não há convergência entre as empresas do setor no que se refere aos seus fluxos de caixa.

Na seqüência pode-se verificar a correlação entre os EBITDAs e a variação no preço das ações.

Empresa	2° Trim./07	3° Trim./07	4° Trim./07	1°Trim./08	2°Trim./08	Correlação EBITDA/Variação preço ação
CELESC	-7,97%	38,77%	8,44%	-5,55%	25,59%	20,91%
CPFL	-6,31%	8,12%	-11,18%	-17,42%	11,20%	-59,30%
ELETROBRÁS	-13,52%	101,03%	-1,85%	-15,07%	-11,38%	-40,83%
LIGHT	38,76%	-45,43%	-70,66%	317,01%	7,63%	25,23%
TRACTBEL	-14,03%	32,28%	-1,53%	36,84%	-36,22%	56,30%

Tabela 6: EBITDA

Fonte: dados da pesquisa

Aqui, pode-se verificar a mesma situação encontrada na análise dos indicadores EVA[®] e Fluxo de Caixa. Observou-se que a empresa TRACTBEL teve uma correlação positiva de 56,30% e que as empresas CPFL e ELETROBRÁS tiveram uma correlação negativa de -59,30% e 40,83%, respectivamente.

Deste modo, seguindo o mesmo desempenho dos indicadores anteriores, o EBITDA não obteve neste estudo poder explicativo sobre a oscilação das ações das companhias analisadas, dado os resultados apresentados no período.

Ao ser feita a correlação entre os EBITDAS das empresas, ficou-se constatado mais uma vez que não há convergência entre as empresas do setor no período estudado no que refere-se ao EBITDA. Logo abaixo na tabela 7, pode-se verificar melhor a correlação dos EBITDAS entre as cinco empresas.

Empresa	CELESC	CPFL	ELETROBRÁS	LIGHT	TRACTBEL
CELESC	1				
CPFL	- 0,81663	1			
ELETROBRÁS	- 0,969500	0,785534	1		
LIGHT	0,963478	- 0,774990	- 0,95785	1	
TRACTBEL	0,320487	- 0,295720	- 0,13906	0,081707	1

Tabela 7: Correlação de EBITDAS

Fonte: dados da pesquisa

Por fim, foi realizada a análise da correlação do Lucro Líquido com a variação do preço das ações, cujos resultados podem ser visualizados na tabela 8:

	2° Trim./07	3° Trim./07	4° Trim./07	1°Trim./0 8	2°Trim./08	Correlação LL/Variação preço ação
CELESC	-36,83%	-74,95%	427,59%	-30,86%	90,33%	-93,84%
CPFL	-21,88%	15,97%	-370,93%	123,52%	20,30%	55,47%
ELETROBRÁS	-164,49%	-15,78%	1041,51%	-48,66%	-83,03%	-71,59%
LIGHT	566,00%	-80,85%	-1418,99%	106,55%	270,39%	65,46%
TRACTBEL	-5,19%	18,89%	-372,82%	152,58%	-43,98%	80,57%

Tabela 8: Correlação Lucro Líquido

Fonte: dados da pesquisa

Um fator particular na análise deste indicador contábil foi o alto percentual de correlação apresentado pelas empresas, o que não ocorreu em nenhuma das outras medidas analisadas. Todas as companhias da amostra obtiveram um percentual acima dos 50%, embora as correlações apresentadas tenham sido em sentidos opostos.

A CELESC aproximou-se da correlação perfeita negativa (-93,954%). Contudo, mesmo com tal singularidade, o Lucro Líquido também teve índices diferentes entre as empresas analisadas, e por isso, não se pode determinar que tal medida possua relação com a variação das ações nas empresas da amostra. A fim de aprofunda-se na análise, buscou-se verificar o grau de correlação entre o Lucro Líquido das cinco empresas em questão:

Empresa	CELESC	CPFL	ELETROBRÁS	LIGHT	TRACTBEL
CELESC	1				
CPFL	-0,57457	1			
ELETROBRÁS	-0,87797	0,191473	1		
LIGHT	0,42653	0,423333	-0,79403	1	
TRACTBEL	0,917247	-0,77828	-0,7475	0,201167	1

Tabela 9: Correlação do Lucro Líquido

Fonte: dados da pesquisa

Ao se fazer a análise das correlações do lucro líquido das empresas pode-se verificar o mesmo resultado para todos os indicadores, ou seja, ausência de poder explicativo destes sobre a oscilação das ações, devido aos diferentes resultados das correlações das empresas. Estas além de resultados divergentes entre si, também obtiveram resultados diferentes conforme indicador, apresentando correlação ora positiva, ora negativa. Entretanto, uma das companhias da amostra obteve o mesmo resultado ante os diferentes indicadores. A Tractebel obteve sempre correlação negativa, com percentuais acima de 50% para todos os indicadores, com exceção do EVA que apresentou 16,98%.

Contudo, tal fato isolado não é suficiente para realizar nenhuma afirmação sobre os índices, tendo em vista o desempenho averiguado na amostra. Em decorrência de tais fatos, constata-se que as medidas analisadas não amenizam o impacto negativo quando há queda do Ibovespa, pois, não existe relação entre estas e a oscilação das ações no mercado.

7. CONCLUSÃO

Diante da utilização dos indicadores do EVA, Lucro Líquido, EBITDA e Fluxo de Caixa por diversos usuários, o presente artigo buscou verificar, por meio de um estudo com cinco empresas do setor de energia elétrica que operam na bolsa de valores de São Paulo, se existe correlação entre estes indicadores e o preço das ações destas empresas negociadas em Bolsa.

Em relação ao indicador EVA, verificou-se que o mesmo apresenta uma correlação negativa com o preço das ações em duas das cinco companhias analisadas (CPFL e ELETROBRÁS). Os resultados encontrados vão de encontro à teoria, a qual afirma que o EVA® gera valor para o acionista (KASSAI et AL, 2005; MARTINS, 2006) e corroboram os estudos de Biddle et al (1997), o qual não encontrou nenhuma relação do EVA com o retorno das ações. Outra observação possível é que, caso ocorra geração de valor, o mesmo é imperceptível para o mercado, haja vista que para esta amostra específica, nos anos pesquisados, o EVA possuiu correlação negativa com o preço das ações.

No que se refere à correlação do Fluxo de Caixa com a variação dos preços das ações, observou que em apenas duas empresas o resultado mostrou-se positivo (ELETROBRÁS = 78,47% e TRACTEBEL = 58,66%) porém, dado o resultado negativo (embora fraco) da CPFL Energia e Light S/A, não se pode atribuir nenhum grau de explicação deste índice para o retorno das ações, visto que nestas companhias, as ações variaram contrariamente ao Fluxo de Caixa.

Para o indicador EBITIDA, observou-se comportamento semelhante aos anteriores: a empresa TRACTEBEL teve uma correlação positiva de 56,30% e a CPFL e ELETROBRÁS tiveram uma correlação negativa de -59,30% e 40,83%, respectivamente. A última análise realizada ocorreu com o lucro líquido das cinco empresas. Um fator particular na análise deste indicador contábil foi o alto percentual de correlação apresentado pelas empresas, o que não ocorreu em nenhuma das outras medidas analisadas.

Todas as companhias da amostra obtiveram um percentual acima dos 50%, embora as correlações apresentadas tenham sido em sentidos opostos. A CELESC aproximou-se da

correlação perfeita negativa (-93,954%). Contudo, mesmo com tal singularidade, o Lucro Líquido também teve índices diferentes entre as empresas analisadas, e por isso, não se pode determinar que tal medida possua relação com a variação das ações nas empresas da amostra.

De acordo com os resultados apresentados, não foi possível identificar correlação uniforme entre as variáveis independentes analisadas e a variável dependente, oscilação do preço das ações. Por fim, cabe mencionar que este resultado não representa critério de avaliação para as demais empresas de outras áreas ou até do mesmo setor dada às limitações impostas pelo número de empresas que compuseram a pesquisa, bem como, pelo período avaliado.

REFERÊNCIAS

Assaf Neto, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BEUREN, I.M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In Beuren, ilse Maria et al (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

Brasil. Lei das Sociedades por Ações, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 30 out. 2008.

Brasil. **Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 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/L11638.htm>. Acesso em: 30 out. 2008.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.Y. **Mercado de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DUARTE, L. **Um enfoque econômico EVA/MVA como indicador de análise de desempenho empresarial**. 1999. 49 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 1999.

FERREIRA, M. A. **Uma análise empírica da relação ente o EVA (Economic Value Added) e o retorno das ações no mercado acionário brasileiro**. 2006. 86 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2006.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

IUDÍCIBUS, S; MARTINS, E.; GELBECK, E. **Manual de contabilidade das sociedades por ações (aplicável às demais sociedades)**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

KASSAI, J.R. et al. **Retorno de Investimento: Abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

LAGIOIA, U. **Fundamentos do Mercado de Capitais**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, A; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem.** 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, M.A. **Economic Value Added.** 27 mar. 2006. Disponível em: <<http://www.baguete.com.br/colunasDetalhes.php?id=1993>>. Acesso em: 20 ago. 2008.

NAKAYASU, G; SOUSA, A. Planejamento e controle financeiro: economic value added (EVA) como instrumento de controle financeiro. **Seminários em Administração FEA-USP**, São Paulo, ano VII, ago. 2004.

PINHEIRO, J.L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas.** 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SALVI, A. **A relação do retorno das ações com o EVA, com o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicados às empresas brasileiras de capital aberto.** 2007. 93 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SANTANA, L.; LIMA, F.G. EBITDA: Uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiro. **4º Congresso USP Controladoria e Contabilidade - Demandas Sociais e Emergentes e a Pesquisa Contábil**, São Paulo, out. 2004.

YOUNG, S. D; O'Byrne, Stephen F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação.** Porto Alegre: Bookman, 2003.