

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

DANIELA MIGUEL COELHO

**UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE AS VARIAÇÕES DO PATRIMÔNIO
LÍQUIDO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO
DE 1986 A 2007**

São Leopoldo
2008

DANIELA MIGUEL COELHO

**UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE AS VARIAÇÕES DO PATRIMÔNIO
LÍQUIDO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO
DE 1986 A 2007**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

Co-Orientador: Prof. Dr. Clóvis A. Kronbauer

São Leopoldo
2008

C672e Coelho, Daniela Miguel
Um estudo empírico sobre as variações do patrimônio líquido de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1986 a 2007 / por Daniela Miguel Coelho. -- 2008.
95 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2008.

“Orientação: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra; Co-orientação: Prof. Dr. Clóvis A. Kronbauer, Centro de Ciências Econômicas.”

1. Patrimônio Líquido. 2. Companhias abertas. 3. Estrutura de capital. 4. Lei nº 6.404/76. 5. Mercado financeiro. I. Título.
CDU 336.76

Catálogo na Publicação:
Bibliotecária Eliete Mari Doncato Brasil - CRB 10/1184

Ao meu esposo, Fernando Quaresma
Coelho, pelo apoio e amor recebido ao
longo desta jornada.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, que me fez forte quando me sentia fraca, multiplicando minhas forças e amparando-me até a conclusão deste trabalho! A ele toda honra e toda glória.

Para que este trabalho se realizasse, inúmeras pessoas contribuíram, seja com ensinamentos, discussões, mensagens de motivação, ou simplesmente com palavras de amizade. A estas gostaria de externar meus eternos agradecimentos.

Ao Professor Dr. Paulo Renato Soares Terra, meu orientador e amigo, pois tenho tido o privilégio, desde os meus primeiros passos neste Programa de Mestrado, de contar com o seu estímulo e apoio. Este professor, através da sua genuína vocação para a docência e a pesquisa, esteve sempre disponível para colaborar comigo no que precisasse. Ressalto que, no desenvolvimento desta dissertação, sempre respeitou minha individualidade e minhas limitações, além de motivar o espírito de pesquisa, bem como incentivar a busca pelo saber. A ele, meu muitíssimo obrigada.

Ao Professor Dr. Clóvis A. Kronbauer, meu co-orientador e amigo, que demonstrou grande conhecimento sobre a Legislação Brasileira que contemplou este trabalho, e também pela grande dedicação a mim dispensada, sempre que solicitado.

Aos meus pais, Adair e Noemi, por serem o meu maior exemplo de educação, amor, apoio incondicional, em todos os momentos de minha vida, e pelas valiosas orações.

A minha irmã Sibebe, por estar sempre comigo, torcendo e acreditando em mim, até mesmo quando estávamos longe.

Ao meus sogros, Áureo e Eneida, pelo carinho, apoio e encorajamento que sempre me dispensaram em todos os momentos desta jornada.

Ao meu cunhado André, pelo entusiasmo que evidenciava em cada vitória que eu conquistava, e por estar sempre me lembrando que para se conseguir algo o primeiro passo é ter fé em Deus.

Aos meus cunhados, cunhadas, afilhados e demais familiares que souberam entender todas as minhas ausências, e que também torciam por mim, por mais esta vitória.

Ao Professor Dr. Ernani Ott, Coordenador do Curso, pela imensa sabedoria e conhecimentos transmitidos, e também pela paciência e dedicação dispensados ao longo deste curso. Além de me dar o privilégio de conhecê-lo e compartilhar de suas principais qualidades, grandiosa humildade e vasta inteligência.

Aos Professores que participaram da minha banca de qualificação, pois devo muito a eles a evolução e conclusão da minha pesquisa.

Ao Professor Dr. Rodrigo Soares, pois durante todo o mestrado sempre demonstrou boa vontade, iniciativa, e motivação em me ajudar, além de aumentar consideravelmente os meus conhecimentos sobre Finanças, no decorrer do meu estágio docente.

Ao Professor Ms. Alexandre Quintana (padrinho de mestrado), por estar sempre me apoiando e motivando, desde a minha graduação até este mestrado.

A CAPES, por proporcionar o apoio financeiro suficiente à realização deste curso, e por incentivar, a cada ano, mais docentes e discentes na realização de pesquisas, contribuindo para a melhora da educação deste país. Aos demais professores e colegas do Mestrado em Ciências Contábeis da UNISINOS, pelo convívio, conhecimento e aprendizado possibilitados.

Às funcionárias da secretaria deste mestrado, pelo apoio e carinho dispensados nestes quase dois anos de convívio, com destaque à Ana Zilles.

Agradeço especialmente, ao meu esposo Fernando, pela infindável paciência em todos os momentos deste curso, e pelo carinho, amor e compreensão a mim dispensados de forma incondicional, os quais serviram de armas para que eu conseguisse concluir este Mestrado. Muito obrigada!

RESUMO

Em virtude do objeto de estudo da Contabilidade ser o patrimônio das entidades e percebendo a importância deste grupo de contas para evidenciar o seu valor, este estudo teve como objetivo descrever as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das companhias brasileiras de capital aberto, com base na Lei nº 6.404/76, pois todas as abordagens relativas ao tratamento contábil do Patrimônio Líquido das empresas analisadas estão fundamentadas nesse instrumento legal. O estudo foi elaborado com base nos dados existentes no banco de dados da Economatica, compreendendo 519 empresas de 20 setores distintos, no período de 31 de dezembro de 1986 a 31 de dezembro de 2007. Esses dados foram extraídos das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas pesquisadas referente ao período analisado. A metodologia utilizada para descrever as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas compreendeu as estatísticas descritivas e as matrizes de correlação, bem como o Teste Qui-Quadrado, cujo resultado indicou que as variações operacionais e as financeiras ocorridas no transcorrer do período possuem associação, ou seja, há existência de fatores influentes comuns às mesmas, alterando o patrimônio, além de ter sido constatado que a reavaliação de ativos altera significativamente o Patrimônio Líquido das empresas brasileiras.

Palavras-chave: Patrimônio Líquido. Companhias abertas. Estrutura de capital. Lei nº 6.404/76.

ABSTRACT

Since the object of study of Accounting is the equity, and noticing the importance of these account groups to evidence the firms' value, this work aimed to describe the variations occurred in the Equity of public Brazilian companies, based on Law 6.404/76. This is because all approaches related to the accounting treatment of Equity of the analyzed firms are founded on this legal instrument. The study was elaborated basing on available data in the Economatica database, comprising 519 companies of 20 distinct industries during the period from December 31st 1986 to December 31st 2007. These data were extracted from accounting statements published by the sample companies referred to the examined period. The methodology used to describe the variations occurred in the firms' Equity comprised descriptive statistics and correlation matrixes, as well as the Chi-Square Test. The result indicated that the operational and financial variations occurred during the particular period are associated with each other, which suggests that there may be influential common factors that affect the Equity variation. Also it was noticed that the revaluation of assets significantly affect the Equity of the Brazilian companies.

Key-words: Equity. Public companies. Capital structure. Law 6.404/76.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Classificação das Reservas de Lucros	30
Quadro 2: Pronunciamentos emitidos pelo CPC	36
Quadro 3: Formas de Avaliação	45
Quadro 4: Classificação da Pesquisa.....	56
Quadro 5: Setores NAICS/ Nível 1	58
Quadro 6: Setores das Empresas	59
Quadro 7: Síntese das informações coletadas	59
Quadro 8: Variáveis Preliminares.....	62
Quadro 9: Variáveis Definitivas	62
Quadro 10: Diagrama da ?PL (Variações no Patrimônio Líquido)	63

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Tabela de Contingência: Origens das Variações do Patrimônio Líquido das Empresas Brasileiras negociadas na Bovespa, no período de 1986-2007.....	64
Tabela 2: Empresas por Setor.....	67
Tabela 3: Número de observações por ano.....	68
Tabela 4: Caracterização das Variáveis.....	71
Tabela 5: Variáveis de Análise sobre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas	75
Tabela 6: Matriz de Correlação das Variáveis	78
Tabela 7: Matriz de Correlação das Variações do Patrimônio Líquido	80
Tabela 8: Relação das Variações Financeiras e Variações Operacionais do PL	80
Tabela 9: Correlações das Variações Financeiras e Variações Totais do PL	81
Tabela 10: Correlações das Variações Operacionais e Variações Totais do PL.....	81
Tabela 11: Tabela de Contingência da Amostra com Reavaliação.....	83
Tabela 12: Tabela de Contingência da Amostra sem Reavaliação.....	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADRs	<i>American Depositary Receipt</i>
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos de Mercado de Capitais
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
ATIVOCOM	Ativo Total com Reavaliação
ATIVOSEM	Ativo Total sem Reavaliação
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IN	Instrução Normativa
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IR	Imposto de Renda
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
JSCP	Juros Sobre o Capital Próprio
LL	Lucro Líquido
MM	Franco Modigliani & Merton Miller
NPC	Normas e Procedimentos de Contabilidade
NBC	Normas Brasileiras de Contabilidade
PL	Patrimônio Líquido
PLCOM	Patrimônio Líquido Com Reavaliação
PLFCOM	Patrimônio Líquido Financeiro com Reavaliação
PLFSEM	Patrimônio Líquido Financeiro sem Reavaliação
PLOCOM	Patrimônio Líquido Operacional com Reavaliação
PLOSEM	Patrimônio Líquido Operacional sem Reavaliação
PLSEM	Patrimônio Líquido sem Reavaliação
PLTCOM	Patrimônio Líquido Total com Reavaliação
PLTSEM	Patrimônio Líquido Total sem Reavaliação
RIR	Regulamento do Imposto de Renda
SA	Sociedade Anônima
RECEITAS	Receita Operacional Líquida
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VFIN	Variação do Patrimônio Líquido decorrente de Atividades Financeiras da Empresa

VFINCOM	Varição Financeira com Reavaliação
VFINSEM	Varição Financeira sem Reavaliação
VOP	Varição do Patrimônio Líquido decorrente de Atividades Operacionais da Empresa
VOPSEM	Varição Operacional sem Reavaliação
VOPCOM	Varição Operacional com Reavaliação
VTPL	Varição Total do Patrimônio Líquido da Empresa
VTPLCOM	Varição Total do Patrimônio Líquido com Reavaliação
VTPLSEM	Varição Total do Patrimônio Líquido sem Reavaliação
?PL	Varição do Patrimônio Líquido

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	13
1.2 QUESTÃO PROBLEMA	14
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 Objetivo geral	15
1.3.2 Objetivos específicos	15
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	15
1.5 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	15
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	16
2 PATRIMÔNIO LÍQUIDO E ESTRUTURA DE CAPITAL	17
2.1 PATRIMÔNIO LÍQUIDO	17
2.1.1 O Patrimônio Líquido segundo a Legislação Brasileira	17
2.1.1.1 Capital Social.....	20
2.1.1.2 Reserva de Capital.....	22
2.1.1.3 Reserva de Reavaliação	25
2.1.1.4 Reserva de Lucros	28
2.1.1.5 Lucros ou Prejuízos Acumulados.....	30
2.1.2 Os Juros Sobre o Capital Próprio	31
2.1.3 Eventos que alteram o Patrimônio Líquido das Empresas	32
2.1.4 Tendências Normativas atuais na Contabilidade Financeira	34
2.1.5 O Patrimônio Líquido segundo a Teoria da Contabilidade	37
2.1.6 O Patrimônio Líquido segundo a Teoria Financeira	41
2.1.6.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	42
2.1.6.1.1 Avaliação em Condições de Incerteza.....	43
2.1.6.1.1.1 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	43

2.1.6.1.1.2 Arbitrage Pricing Theory (APT).....	44
2.1.6.2 Avaliação Relativa	44
2.1.6.3 Avaliação por Direitos Contingentes	45
2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	46
2.2.1 Teorias sobre Estrutura de Capital.....	46
2.2.1.1 Os Teoremas de Modigliani e Miller	46
2.2.1.2 A Teoria de <i>Trade-off</i>	50
2.2.1.3 A Teoria da Agência.....	52
2.2.1.4 A Assimetria de Informações e a Teoria de <i>Pecking Order</i>	54
3 MÉTODO DE PESQUISA.....	55
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	55
3.2 HIPÓTESES DE TRABALHO	57
3.3 AMOSTRA	57
3.4 COLETA DOS DADOS.....	57
3.5 TRATAMENTO DOS DADOS	60
3.6 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS	63
4 ANÁLISE DOS DADOS	67
4.1 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR.....	67
4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA	68
4.3 ANÁLISE DAS VARIÁVEIS DEFINITIVAS	70
4.4 ANÁLISE DAS MATRIZES DE CORRELAÇÃO	77
4.5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS ATRAVÉS DA APLICAÇÃO DO TESTE QUI-QUADRADO.....	82
5 CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES.....	87
5.1 CONCLUSÃO	87
5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES	89
REFERÊNCIAS.....	91

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

No contexto atual, as empresas estão inseridas em um ambiente de constantes mudanças e incertezas, impulsionadas pela oscilação de cenários econômicos, pelos avanços tecnológicos e pelo acirramento da concorrência. A partir disso, percebe-se a necessidade de informações contábeis cada vez mais atualizadas e disponíveis para dimensionar melhor as variações ocorridas no patrimônio das empresas.

Toda empresa é formada no momento da constituição do seu patrimônio, ou seja, na integralização de bens, direitos e obrigações ou, até mesmo, no compromisso de integralizá-los. Franco (1997, p. 14) conceitua empresa como sendo “toda entidade que se constitui sob forma jurídica, para exploração de atividade econômica, seja ela mercantil, industrial, agrícola ou de prestação de serviços [...]”.

De acordo com Ludícibus e Marion (2000), o patrimônio das empresas é evidenciado principalmente pela demonstração contábil, denominada Balanço Patrimonial, pois este evidencia a situação financeira de uma empresa num determinado período de tempo.

Segundo o FASB (*apud* HENDRIKSEN e VAN BREDA, 2007, p.283), os ativos correspondem a bens e direitos que a empresa possui, ou seja, “benefícios econômicos futuros prováveis, obtidos ou controlados por uma dada entidade em consequência de transações ou eventos passados”.

Já o grupo Passivo contempla todas as obrigações que a empresa possui com terceiros, como dívidas com fornecedores, dívidas decorrentes de financiamentos, entre outras obrigações, conforme Ludícibus e Marion (2000).

O Patrimônio Líquido é o grupo que evidencia o valor contábil pertencente aos acionistas ou sócios de uma empresa, o qual é obtido pela diferença entre o valor dos ativos e o valor dos passivos e do resultado de exercícios futuros, observam Ludícibus, Martins e Gelbcke (2007).

Esta pesquisa focalizou seu estudo no grupo Patrimônio Líquido, uma vez que descreve as variações ocorridas em empresas brasileiras de capital aberto, também

conhecidas como sociedades anônimas, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). De acordo com Hendriksen e Van Breda (2007), essas variações ocorrem por vários motivos, sendo as principais, certamente, originárias de atividades operacionais e de atividades não operacionais. Cabe destacar que as variações que podem ocorrer no Patrimônio Líquido das empresas serão abordadas mais profundamente no referencial teórico deste trabalho.

Outro ponto a ser observado sobre o Patrimônio Líquido é apresentado pela Teoria Financeira, a qual divide o lado direito do balanço em capital próprio e capital de terceiros, segundo Ross, Werterfield e Jaffe (2007).

Portanto, esta pesquisa tem como objeto de estudo o Patrimônio Líquido das empresas brasileiras de capital aberto, e procurou fornecer aos gestores ou a quem possa interessar características sobre as variáveis observadas, as quais vêm influenciando o Patrimônio Líquido destas empresas.

1.2 QUESTÃO PROBLEMA

No atual cenário econômico, as sociedades estão enfrentando desafios originados da internacionalização dos mercados, como um ambiente cada vez mais dinâmico e competitivo, de clientes mais exigentes, das rápidas mudanças nos produtos e processos em função de avanços tecnológicos. Realidades diferentes daquelas que enfrentavam nos seus mercados de origem, necessitando, desta forma, adaptar sua visão de negócio e seus procedimentos a esta nova situação.

Esse ambiente de acirrada competição e consumidores sofisticados exigem das empresas medidas direcionadas para a obtenção de vantagens competitivas e estratégias, objetivando a agregação de valor junto a seus clientes, o que torna o gerenciamento das empresas uma atividade bastante complexa e desafiante.

Portanto, a questão problema da pesquisa assim se apresenta: como evoluiu, o Patrimônio Líquido de empresas brasileiras de capital aberto no período de 31 de dezembro de 1986 a 31 de dezembro de 2007?

1.3 OBJETIVOS

Os objetivos deste estudo dividem-se em geral e específicos.

1.3.1 Objetivo geral

Descrever as variações do Patrimônio Líquido de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1986 a 2007.

1.3.2 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral proposto neste trabalho, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) classificar as variações do Patrimônio Líquido das empresas;
- b) verificar a evolução das variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas ao longo do tempo;
- c) verificar a associação entre as origens das variações do Patrimônio Líquido;
- d) verificar o impacto da reavaliação de ativos sobre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Esta pesquisa não teve por objetivo determinar a relação de causa e efeito entre os fatores que influenciam as variações ocorridas no Patrimônio Líquido, mas simplesmente descrevê-las.

Convém salientar que foi excluído da amostra desta pesquisa o segmento formado pelas empresas Financeiras e de Seguros por apresentar uma contabilidade diferenciada dos demais segmentos analisados.

1.5 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Em virtude da internacionalização dos mercados, a complexidade das atribuições dos gestores das empresas aumentou, exigindo deles um conhecimento técnico bastante apurado, não apenas numa área específica, mas também incorporando novas funções relacionadas a outras áreas do conhecimento, sendo essenciais para a lucratividade das empresas que gerenciam. Percebendo a necessidade de observar o ambiente externo no qual as empresas estão inseridas, a

alteração de foco, isto é, a visão do gestor deixou de ser apenas o ambiente interno de suas organizações, passando a trabalhar em conjunto com seus colaboradores, tendo como princípio fundamental a geração de informações precisas que suprem as necessidades no processo de tomada de decisões.

Nesse cenário, esta pesquisa procurou fornecer informações que pode auxiliar a tomada de decisões dos administradores e/ou gestores de empresas, através do fornecimento de características que demonstrassem as variações ocorridas no Patrimônio Líquido ao longo do período analisado, as quais vêm capitalizando ou descapitalizando as empresas brasileiras.

Vários são os fatores que podem modificar o Patrimônio Líquido das companhias. Assim, foi analisada sua evolução por mais de vinte anos, com a finalidade de fornecer informações consistentes aos usuários interessados.

Os dados analisados descrevem os eventos que fazem o Patrimônio Líquido variar, podendo contribuir para o fornecimento de conhecimentos úteis à identificação de variáveis que aumentam ou diminuem o patrimônio das organizações. Tal fato pode fazer com que os gestores revejam suas concepções sobre determinadas operações contábeis, direcionando seus gerenciamentos na busca pela maior lucratividade empresarial.

Portanto, este trabalho procurou fornecer um entendimento amplo sobre as oscilações que podem ocorrer no Patrimônio Líquido das empresas para, com isto, poder servir como ferramenta de auxílio aos gestores no processo de tomada de decisão, fornecendo conhecimentos relevantes que agreguem valor às empresas.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Além deste capítulo inicial, onde é apresentada a contextualização do tema, a identificação dos objetivos propostos, a delimitação do estudo, bem como sua relevância, este trabalho contempla nos demais capítulos: a) Patrimônio Líquido e Estrutura de Capital; b) Método de Pesquisa; c) Análise dos Dados; d) Conclusões, Limitações e Recomendações; e, por fim, e) Referências.

2 PATRIMÔNIO LÍQUIDO E ESTRUTURA DE CAPITAL

Este capítulo aborda as bases conceituais e teorias geradas em estudos sobre “Patrimônio Líquido” e “Estrutura de Capital” das empresas. Esse tópico está dividido em duas seções. Tais seções têm a finalidade de revelar premissas sobre o referido tema e possibilitar uma melhor compreensão sobre o assunto abordado, gerando novos questionamentos e posicionamentos que venham a contribuir com a presente pesquisa.

2.1 PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Esta subseção apresenta as abordagens que contextualizam o Patrimônio Líquido segundo a Legislação Brasileira, a Teoria da Contabilidade e a Teoria Financeira.

2.1.1 O Patrimônio Líquido segundo a Legislação Brasileira

O Patrimônio Líquido representa a diferença entre os valores dos ativos e dos passivos, bem como dos resultados de exercícios futuros de uma empresa, isto é, corresponde ao valor contábil pertencente aos sócios ou acionistas (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2007).

A regulamentação das sociedades anônimas teve na Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, um marco significativo, já que essa Lei entrou em vigor a partir de sua publicação, tendo sofrido alteração mais substancial somente em dezembro de 2007. Tal informação é relevante, pois o período analisado nesta pesquisa contempla o mesmo período de vigência da Lei, sem considerar as alterações da Lei nº 11.638/07, de 28 de dezembro de 2007. Assim, todas as abordagens relativas ao tratamento contábil do Patrimônio Líquido das empresas analisadas estão fundamentadas no instrumento legal original.

Matarazzo (2003) expõe que os valores que compõem o grupo Patrimônio Líquido são oriundos de investimentos dos sócios, seja mediante bens e/ou dinheiro, ou pelo lucro recebido pelos proprietários e reinvestido na empresa, ou ainda pelo resultado do exercício gerado pela companhia.

Complementando a idéia desse autor, os lucros, sejam oriundos da geração dos negócios empresariais, sejam reaplicações à empresa, podem ser ainda distribuídos aos sócios, ou também destinados à criação de reservas.

Em 1990, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) emitiu a Resolução nº 686, a qual aprovou a Norma Brasileira de Contabilidade (NBC T3). Tal Norma dispõe que o Patrimônio Líquido representa todo o capital próprio da empresa, podendo, também, ser obtido pela diferença positiva entre o valor do Ativo e o valor do Passivo da mesma. Porém, essa Norma ressalta que se o valor do Passivo for maior que o do Ativo, a empresa terá como resultado um Passivo a Descoberto, e a denominação Patrimônio Líquido deverá ser substituída por Passivo a Descoberto, quando for reclassificada para o lado do Ativo do Balanço.

Essa Resolução estabelece que o Patrimônio Líquido deva ser agrupado segundo as seguintes denominações:

- I. Capital: corresponde aos valores incorporados à empresa pelos proprietários e aos oriundos de apropriação de reservas e de lucros.
- II. Reservas: representam os montantes decorrentes das retenções dos lucros acumulados e das reavaliações de ativos.
- III. Lucros ou Prejuízos Acumulados: equivalem aos lucros retidos ou ainda não destinados, ou os prejuízos ainda não compensados, sendo esses parcela redutora do grupo Patrimônio Líquido.

Em 2005, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Deliberação nº 488/05, aprovando o Pronunciamento do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON) — NPC (Norma e Procedimento de Contabilidade) nº 27, o qual apresentava disposições sobre a apresentação e divulgação das Demonstrações Contábeis. Tal deliberação trouxe várias mudanças quanto à forma de apresentar e divulgar as informações nas demonstrações contábeis, principalmente às empresas de capital aberto.

Uma dessas mudanças refere-se ao Patrimônio Líquido, o qual estabeleceu que os dados deste grupo de contas deveriam ser divulgados separadamente, conforme descrição a seguir (Deliberação nº 488/05 da CVM):

- 1) Capital Social, para cada classe de ações (ou quotas) do capital:
 - a) número ou valor de ações autorizadas, emitidas e em circulação;
 - b) capital ainda não integralizado;
 - c) valor nominal de cada ação;
 - d) os direitos, as preferências e as restrições referentes a distribuições de dividendos e formas de reembolso de capital;
 - e) dividendos preferenciais cumulativos pendentes de pagamento;
 - f) ações próprias adquiridas (ações em tesouraria);
 - g) ações reservadas para a venda sob opções e contratos de venda, incluindo prazos e quantias;
 - h) movimentação da conta de capital social durante o período.
- 2) Outras contas do Patrimônio Líquido, indicando quaisquer restrições de distribuição:
 - a) integralizações acima do valor nominal ou do preço de emissão das ações sem valor nominal (capital excedente ou ágio);
 - b) reservas de reavaliação;
 - c) reservas de lucro ou de capital;
 - d) lucros ou prejuízos acumulados (inclusive a natureza de eventuais ajustes relativos a períodos anteriores).

A referida deliberação propôs que quaisquer mudanças no Patrimônio Líquido de uma entidade, entre duas datas de balanço, deveriam refletir o aumento ou diminuição em seu ativo líquido ou, acervo durante o período em questão, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil para mensuração e divulgação das demonstrações contábeis.

Apesar de existirem várias leis brasileiras que norteiam o funcionamento do grupo de contas do Patrimônio Líquido das empresas brasileiras de capital aberto, esta pesquisa está baseada na Lei nº 6.404/76, pois o período analisado neste estudo (1986 a 2007) está compreendido pela vigência da referida Lei.

Assim, segundo essa Lei, o Patrimônio Líquido é formado pelos seguintes grupos de contas:

- a) Capital Social
- b) Reservas de Capital
- c) Reservas de Reavaliação
- d) Reservas de Lucros
- e) Lucros ou Prejuízos Acumulados

Esses grupos de contas são detalhados no decorrer deste item para propiciar um melhor entendimento do objeto desta pesquisa: o Patrimônio Líquido das empresas.

2.1.1.1 Capital Social

Segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.313), Capital Social é “o investimento efetuado na companhia pelos acionistas”, o qual poderá ser por meio de dinheiro e/ou bens. Complementando essa idéia, Santos e Schmidt (2007) declaram que estes valores deverão constar no contrato social ou estatuto social da companhia, os quais servirão de capital inicial para a constituição da mesma.

A Lei 6.404/76, em seu Art. 182, estabelece que a conta de capital social corresponde “aos valores subscritos pela empresa e, por dedução, a parcela de capital ainda não realizada”. Tal afirmação significa que o crédito decorrente do capital a integralizar pelos sócios ou acionistas não constitui o Ativo da empresa, mas o saldo da parcela do capital social com que o acionista se comprometeu a contribuir quando da subscrição (SANTOS; SCHMIDT, 2007).

Partindo dos preceitos legais estipulados pela Lei das S.A. — Lei 6.404/76 —, o balanço deverá conter, dentro da conta Capital Social, duas divisões: Capital Subscrito e Capital a Integralizar. A primeira aborda todo o capital da empresa já integralizado; já a segunda, o capital ainda não subscrito, ou seja, não integralizado pelos sócios. Os proprietários que declaram a vontade de integralizar o capital posteriormente à constituição da empresa, apenas assumem o compromisso de subscrição de um determinado valor a um estipulado prazo de tempo, seja em moeda corrente vigente no país, seja em mobiliário sujeito à avaliação em dinheiro. Convém salientar que os valores e prazos devem ser cumpridos conforme constam no contrato ou estatuto social da empresa, para que estes possam exercer seus plenos direitos nos negócios da companhia (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, 2007). Para esses mesmos autores, a denominação de Capital Social para algumas sociedades anônimas, ou companhias de capital aberto, pode ser substituída por Capital Autorizado.

Outro aspecto importante que envolve a conta capital social é a conta “Adiantamento para Aumento de Capital”, a qual é utilizada para alocar os valores recebidos dos acionistas a serem destinados a aumentar o capital social da companhia (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Como este estudo está direcionado às empresas brasileiras de capital aberto, que possuem ações negociadas na Bovespa, julga-se necessário abordar alguns

aspectos básicos sobre ações, pois são elas que representam o Capital Social da companhia.

As ações representam a “menor parcela que se divide o capital social das companhias”, e estas podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais e de fruição. Tal classificação está associada à natureza dos direitos/deveres ou ainda vantagens que possuam os seus proprietários. As ações ordinárias são aquelas que dão aos seus titulares direito a voto nas negociações da empresa; as ações preferenciais não permitem aos seus proprietários esse direito, porém possuem um dividendo com valor superior, e ainda tem preferência na distribuição dos mesmos, em caso de liquidação da sociedade; já as ações de fruição são aquelas cujos proprietários perdem os direitos políticos sobre a companhia, mas mantém seus direitos econômicos (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Um aspecto que convém salientar sobre as ações é que essas deverão constar na conta Capital Social com o seu valor nominal. Sendo assim, a diferença de valor entre o preço pago de subscrição pelos seus proprietários à companhia e o seu valor nominal (o valor que as ações estão registradas no estatuto da empresa), deverá ser registrada na conta de Reserva de Capital (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Conforme prevê a Lei 6.404./76, existem também as ações sem valor nominal, as quais terão seus preços de emissão determinados na constituição da empresa, pelos seus fundadores e, no caso de aumentos de capital, será fixado pela Assembléia Geral ou pelo Conselho de Administração, conforme estipular o estatuto da companhia (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Esses autores também expõem que o preço destas ações pode ser elaborado com a finalidade de aumentar o capital, mas também para criação de reservas do mesmo.

Outra característica importante das ações é o seu reembolso que, de acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.315), é toda a “operação em que a companhia paga aos acionistas o valor de suas ações por razões de dissidência nos casos previstos na legislação societária”.

No entanto, a Lei das S.A. determina que as ações reembolsadas podem ser pagas à conta de lucros ou reservas, com exceção da reserva legal, para que não ocorra diminuição do capital social. Esta mesma Lei permite que ocorra a redução de capital apenas quando: “no prazo de cento e vinte dias da data da publicação da ata de assembléia em função da qual houve a dissidência não forem substituídos os

acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta de Capital Social” (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007, p.315).

O resgate de ações é mais um ponto interessante a ser estudado, pois também pode envolver o saldo da conta Capital Social. Chama-se de resgate de ações quando a companhia compra as suas próprias ações, resolvendo tirá-las de circulação. Essas ações, se mantidas em tesouraria, não possuirão o direito a voto, nem mesmo ao recebimento de dividendos (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Esses autores também esclarecem que este resgate pode ser feito através de lucros, reservas ou até mesmo pela redução do Capital Social. No entanto, salientam que, se for reduzido o valor do capital social e as ações possuírem valor nominal, os valores das ações devem ser mantidos.

Em síntese, as ações em tesouraria são as ações da sociedade que são adquiridas pela própria companhia (SANTOS; SCHIMIDT, 2007).

Segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p. 340), as companhias abertas ou fechadas ficam proibidas de adquirir suas próprias ações, exceto quando houver:

- a) operações de resgate, reembolso ou amortização de ações;
- b) aquisição para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas (exceto a legal) e sem diminuição do capital social ou recebimento dessas ações por doação;
- c) aquisição par diminuição do capital (limitado às restrições legais).

Além destes casos proibitivos, estes autores também alertam que as companhias abertas devem seguir as normas determinadas pela CVM, por meio das Instruções Normativas (IN) nº 10/80 e 268/97.

O artigo 4º da Lei 9.249/95, em seu parágrafo único, determinou o veto de qualquer sistema de correção monetária das demonstrações contábeis, inclusive para fins societários. Com isso, a partir da vigência desta Lei, estão proibidas de serem corrigidas monetariamente tanto a conta de Capital Social como as demais contas que formam o Patrimônio Líquido, as quais são tratadas nas subseções seguintes.

2.1.1.2 Reserva de Capital

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.316), as Reservas de Capital são formadas “com valores recebidos pela companhia e que não transitaram

pelo resultado como receitas por se referirem a valores destinados a reforços de seu capital, sem ter, como contrapartidas, qualquer esforço da empresa em termos de entrega de bens ou de prestação de serviços”.

Segundo o *International Accounting Standards Board* (IASB), a característica principal das Reservas de Capital é que os valores destinados a compor tais reservas não tenham nenhuma obrigação ou restrição futura quando do recebimento destes recursos.

A Lei 6.404/76, no seu artigo 182, parágrafo 1º, apresenta o Plano de Contas expondo as que irão compor o subgrupo das Reservas de Capital:

- I. Ágio na emissão de ações
- II. Reserva especial de ágio na incorporação
- III. Alienação de partes beneficiárias
- IV. Alienação de bônus de subscrição
- V. Prêmio na emissão de debêntures
- VI. Doações e subvenções para investimento

Com referência à primeira conta — ágio na emissão de ações —, conforme já mencionado anteriormente, ocorrerá quando existir diferença entre o preço pago pelas ações à Companhia e o seu respectivo valor nominal. Essa diferença é que será registrada como ágio na emissão de ações (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Estipulada pela CVM através das IN n° 319/99 e 349/01, as quais determinam que tal conta conste no Patrimônio Líquido da incorporadora, resultante do controle da companhia que incorporar sua controladora, a reserva especial de ágio na incorporação aparecerá como uma conta contrapartida do montante do ágio.

A Alienação de Partes Beneficiárias e a Alienação de Bônus de Subscrição correspondem aos “valores mobiliários que podem ser alienados e, nesse caso, o produto da alienação é contabilizado em Reserva de Capital específica” (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). No entanto, conforme prevê a Lei 6.404/76, esta reserva não poderá ultrapassar 0,1 (um décimo) dos lucros. Outro aspecto relevante desta Lei, que deve ser observado sobre esta reserva, é que é vedado às partes beneficiárias quaisquer direitos privativos dos acionistas, com exceção o de fiscalizar os atos dos administradores da empresa.

Quanto aos Prêmios na Emissão de Debêntures, ocorrerão quando o preço da emissão for superior ao seu valor nominal, sendo essa diferença formadora do prêmio, o qual será classificado como reserva de capital (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

As Doações para Investimentos, conforme orientam Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), são os valores recebidos pelas empresas mediante de doações, sendo que estas podem ser em dinheiro, bens ou direitos avaliados de acordo com a moeda vigente no país, e ao valor de mercado. Estas doações serão registradas em reservas de capital e tributadas conforme prevê o Regulamento do Imposto de Renda (RIR,1999). Segundo esse regulamento, somente as doações feitas por órgãos públicos é que estão excluídas de tributação, desde que registradas em reservas de capital.

As Subvenções normalmente são incentivos fiscais ou ajudas a setores econômicos, ou até mesmo regiões, as quais o governo (federal, municipal ou estadual) fornece em virtude de interesses políticos e de desenvolvimento do seu país (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Após terem sido abordado as contas que formam o subgrupo Reservas de Capital, outra questão também importante a ser tratada é qual a sua destinação, isto é, em que circunstâncias a empresa pode utilizar o saldo constante nestas contas.

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.319), as reservas de capital somente podem ser usadas para:

- a) absorver prejuízos quando estes ultrapassar os lucros acumulados e as reservas de lucros.
- b) resgate, reembolso ou compra de ações;
- c) resgate de partes beneficiárias;
- d) incorporação ao capital;
- e) pagamento de dividendos cumulativo a ações preferenciais, com prioridade no seu recebimento, quando essa vantagem lhes for assegurada pelo estatuto social (art.17, § 6º da Lei nº 6.404/76, conforme nova redação da Lei nº 10.303/01).

Complementando, ainda, esses autores expõem que a alocação de doações e subvenções como reserva de capital não é adotada por muitos países, sendo o Brasil um dos poucos que se utiliza de tal classificação. Este procedimento pode acarretar, até mesmo, distorções no Lucro Líquido da empresa.

2.1.1.3 Reserva de Reavaliação

No Brasil, a reavaliação foi determinada pela Lei 6.404/76, art. 182, parágrafo 3º, e consiste num processo que possibilita avaliar os ativos de uma sociedade pelo seu valor de mercado. Esse recurso permite que a empresa mantenha o seu patrimônio aproximadamente atualizado ao valor de mercado.

A CVM emitiu a deliberação nº 183/95, a qual determina que seja realizada reavaliação apenas nos bens tangíveis do imobilizado, e na condição de que a empresa não esteja num processo de descontinuidade. Já o IBRACON expediu um pronunciamento (nº24), o qual aprova e regulamenta a reavaliação nas mesmas normas da CVM. É possível crer que tais órgãos mantiveram este consenso visto que o imobilizado é um dos grupos que possui os seus bens valorados com maior grau de defasagem dentro de uma organização. Por isso, seria necessário que estes sofressem reavaliações para que pudessem ter seus valores atualizados, isto é, avaliados de acordo com o mercado.

A reavaliação de bens equivale a avaliar o bem novamente a um preço atualizado. Com isso, o custo histórico perde sua utilidade, pois não servirá mais de base para valorar os bens. Esse processo de reavaliação altera significativamente o lucro das companhias. Em razão disto é que muitos países como, por exemplo, os Estados Unidos, não adotam este processo (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

De acordo com a Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), para que as companhias possam efetuar a reavaliação devem nomear, em assembléia, no mínimo três peritos, ou contratar uma empresa especialista neste processo, para que estes possam emitir um laudo com validade legal. Tal documento deverá conter, no mínimo, os seguintes dados:

- a) discriminação de cada bem avaliado, e sua respectiva documentação;
- b) detalhamento e comprovação de sua identificação contábil;
- c) informação dos critérios de avaliação utilizados para gerar o novo valor do bem;
- d) declaração da vida útil remanescente do bem;
- e) informação da data que foi realizada a avaliação.

Estes dados serão necessários para as companhias efetuarem os registros contábeis, bem como evidenciar em notas explicativas o tratamento que será adotado em cada bem reavaliado.

Para Ludícibus, Martins e Gelbcke (2007), reavaliar é verificar se o bem está avaliado a preço de reposição, isto é, se o seu valor registrado na contabilidade está equivalente ao seu valor de mercado. Nesta reavaliação, as companhias poderão constatar ganhos ou perdas oriundos deste processo, pois se seus bens estiverem com seus valores da contabilidade inferiores aos valores de mercado, as empresas apresentaram um ganho, neste caso também chamado de lucro em potencial.

As razões que permitem as empresas realizarem a reavaliação de ativos estão determinadas pelas legislações do CFC (Resolução nº 1.004/04) e da CVM (Deliberação 183/95), conforme descritas a seguir:

- a) por escolha da própria empresa, em reavaliar seus bens (reavaliação espontânea);
- b) na subscrição de capital em outra empresa, quando esta ocorrer na conferência de bens;
- c) nas fusões, incorporações e cisões;
- d) por ocorrência de bens reavaliados nas empresas controladas, coligadas e equiparadas. A controlada deverá registrar os reflexos da reavaliação em conta de reserva específica

Essas entidades reguladoras também alertam para a periodicidade de se realizar a reavaliação, após a primeira, conforme abaixo:

- a) deve ser realizada anualmente, quando o valor de mercado do bem sofrer variações relevantes ao seu valor registrado na contabilidade;
- b) de quatro em quatro anos, quando os bens não tiverem seus valores de mercado alterados significativamente;
- c) por períodos rotativos, determinados por cronogramas que observem o valor de mercado dos bens reavaliados.

Outro ponto relevante sobre a periodicidade da realização da reavaliação está estipulado pelo CFC, na Resolução nº 1.004/04, assegurando que após executada a primeira reavaliação, a companhia deverá exercer este processo por no mínimo dez anos consecutivos. Após esse período, a empresa está desobrigada a exercer a reavaliação dos seus bens.

Cabe ressaltar que a CVM não menciona, em nenhuma das suas deliberações, a desobrigatoriedade das empresas em realizar a reavaliação, após determinado período de execução. Visto que a reavaliação normalmente gera um acréscimo ao patrimônio da empresa, devem ser observados os casos em que este ganho deve ou não ser tributado.

O Decreto nº 3.000/99, que regulamenta o Imposto de Renda (IR), determina que os valores decorrentes de reavaliação superiores ao custo histórico do bem não deverão ser tributados, desde que registrados em reservas de reavaliação.

No entanto, de acordo com este mesmo decreto, no art. 435 a reserva de reavaliação quando realizada deverá ser tributada:

- I – no período de apuração em que for utilizado para aumento de capital social, no montante capitalizado, ressalvando o disposto no item seguinte:
- II- em cada período de apuração, no montante do aumento do valor dos bens que tenha sido realizado no período, inclusive mediante:
 - a) alienação, sob qualquer forma;
 - b) depreciação, amortização ou exaustão;
 - c) baixa por perecimento.

Iudícibus (2004) expõe que a reavaliação dos bens de uma companhia gera um acréscimo no grupo Ativo, provocando também um acréscimo no grupo Patrimônio Líquido. Tais acréscimos são decorrentes de fatores exógenos à atividade-fim da empresa.

Segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p. 351-352), a efetivação da reavaliação dos ativos das companhias, se bem realizada, gera as seguintes conseqüências:

- a) Atualização dos Resultados – principalmente no caso de reavaliação de ativos depreciables, tende-se, com este procedimento, a contabilizar como despesa (ou custos de produtos) um valor que representa o quanto precisaria a empresa repor, relativamente a seus ativos que estão sendo consumidos.[...]
- b) Não Pagamento de Dividendos sobre Lucros necessários a Reposição de Ativos – [...]. Se um valor atual de um equipamento é muito maior do que está servindo de base a depreciação, devemos lembrar-nos que uma parte do lucro que está sendo contabilizado deve ser segregada para a reposição deste equipamento, não devendo portanto ser distribuída. A reavaliação pode eliminar, pelo menos em parte, esse lucro não distribuível dos resultados. Sabemos que as companhias devem ter em seu estatuto a definição do critério do cálculo do dividendo obrigatório.[...].
- c) Melhor Avaliação do Ativo, Patrimônio Líquido, e do Valor Patrimonial da Ação – com a reavaliação tem-se um ativo com bases mais atuais, [...], e um valor mais atualizado de Patrimônio Líquido.
- d) Melhor Apresentação dos Índices de Rentabilidade – A melhor maneira de medir a rentabilidade de uma empresa é mediante o cálculo do retorno (Lucro Líquido) sobre o Patrimônio Líquido.[...].
- e) Melhor Apresentação dos Índices de Solidez Financeira – com o valor do Ativo e do Patrimônio Líquido mais atualizados, tem-se por exemplo, uma comparação com o valor dos exigíveis mais próxima da realidade. Os índices de Passivo Exigível/Patrimônio Líquido são mais expressivos e, nesse caso, passam a ser mais favoráveis a empresa, representando também melhor sua verdadeira situação, etc. [...].

Apesar de constatar várias conseqüências positivas para a empresa em decorrência da efetivação da reavaliação, existem também pontos negativos da realização deste processo. Na visão de Ludícibus, Martins e Gelbcke (2007), a reavaliação significa, para muitos gestores, a forma de manipular os resultados encontrados no período, pois através da reavaliação pode-se ocultar ou minimizar prejuízos e, até mesmo, distribuir dividendos de lucros não realizados.

Em virtude destas constatações, esta pesquisa realizou estudos com os dados reavaliados e não reavaliados das empresas, bem como empresas que efetuaram realizações no período analisado e as que não realizaram. Tal tratamento procurou descrever algumas alterações geradas nas empresas em virtude da reavaliação e o que este processo gerou no Patrimônio Líquido destas companhias.

2.1.1.4 Reserva de Lucros

De acordo com a Lei nº 6.404/76, Art. 182, parágrafo 4, as Reservas de Lucros são formadas pela apropriação dos lucros gerados pela empresa. Conforme é previsto no parágrafo 6, art. 202 dessa mesma Lei, complementada pela Lei nº 10.303/01, após a percepção do lucro, efetiva distribuição de dividendos e

destinação das reservas de lucros, se ainda houver algum saldo dos lucros apropriados, a companhia obriga-se a distribuí-lo como dividendos.

As reservas de lucros são valores que devem ser preservados pelas companhias, uma vez que estas poderão servir de fontes de recursos importantes para necessidades emergenciais como uma distribuição de dividendos, uma forma de capitalizar a empresa, ou ainda para outras questões essenciais a sobrevivência da sociedade (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

De acordo com a Lei das S.A., as reservas de lucros podem ser classificadas em reserva legal, reserva estatutária, reserva para contingência, reserva de lucros a realizar, reserva de lucros para expansão e reserva especial. Essas reservas têm seus aspectos principais abordados no Quadro 1.

Reservas de Lucros	Aspectos principais sobre as reservas de lucros
Reserva Legal	<ul style="list-style-type: none"> - Deve ser obrigatoriamente constituída através da retenção de 5% do Lucro Líquido do exercício; esta obrigatoriedade ocorrerá até que a empresa atinja ao saldo desta reserva o valor correspondente a 20% do capital social; - Esta reserva tem a finalidade restrita de compensar os prejuízos da empresa e de aumentar o capital social; porém, a utilização desta reserva para a compensação de prejuízos só poderá ocorrer após a utilização do saldo das contas de lucros acumulados e das reservas de lucros, e estes estiverem zerados.
Reservas Estatutárias	<ul style="list-style-type: none"> - São constituídas conforme determinação do estatuto social da companhia, através da destinação de uma parte do Lucro Líquido do exercício; - Para cada reserva estatutária a empresa deverá conter em seu estatuto suas devidas finalidades, estipular os critérios para determinar a parcela do lucro que será destinado, bem como um valor máximo para a constituição desta reserva.
Reserva para Contingências	<ul style="list-style-type: none"> - A finalidade de constituir esta reserva é resguardar a empresa de situações imprevistas em exercícios futuros, através da apropriação de uma parcela do lucro; - Esta reserva poderá ser constituída a partir da percepção ou ameaça de perdas extraordinárias, prejuízos ou diminuições do lucro; no entanto se estes fatores não se concretizarem, ou a situação tornar-se favorável para a empresa, onde esta perceba que não existe mais razões para manter tal reserva, a mesma deve ser estornada.
Reservas de Lucros a Realizar	<ul style="list-style-type: none"> - Esta reserva não possui obrigatoriedade de constituição; - Constitui-se conforme a necessidade da empresa, retendo uma parte do lucro, com a finalidade de demonstrar uma parte dos lucros ainda não realizados financeiramente, e também não distribuir dividendo obrigatório.
Reserva de Lucros para Expansão	<ul style="list-style-type: none"> - Esta reserva não é de caráter obrigatório para a companhia, pois só será constituída se a empresa estiver com algum projeto de investimento em vista. - A empresa só poderá reter parte do lucro do exercício para constituição desta reserva, obedecendo às normas determinadas no art.196 da Lei 6.404/76.

Continua

Continuação

Reservas de Lucros	Aspectos principais sobre as reservas de lucros
Reserva Especial	<p><u>* Reserva Especial para Dividendo Obrigatório não Distribuído:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Esta reserva somente será criada quando a empresa não conseguir pagar os dividendos obrigatórios aos seus acionistas, em virtude de não possuir condições financeiras suficientes para pagá-los. - Os parágrafos 4º e 5º do art. 202 da Lei das S.A. regulamenta a criação desta reserva. - Com a criação desta reserva, o valor do dividendo obrigatório a ser pago fica registrado, aguardando a situação financeira da empresa melhorar, para que estes possam ser pagos num futuro. <p><u>* Reserva Especial de Lucros - Benefícios Fiscais:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Esta reserva está prevista no art. 422 do RIR/99, o qual faculta a criação desta reserva para alocação dos ganhos de capital obtidos através da desapropriação e/ou alienações de bens, transferindo o valor do ganho para a Reserva Especial de Lucros.

Quadro 1: Classificação das Reservas de Lucros

Fonte: Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.320-27)

Após observar alguns aspectos sobre as classificações das reservas de lucros no Quadro 1, é possível verificar que o único tipo que possui caráter obrigatório para a sua criação é a reserva legal, visto que os outros serão criados conforme a necessidade da companhia.

2.1.1.5 Lucros ou Prejuízos Acumulados

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p.327), a conta Lucros ou Prejuízos Acumulados representa

“[...] o saldo remanescente dos lucros (ou prejuízos) líquidos das apropriações para reservas de lucros e dos dividendos distribuídos, saldo esse que faz parte do Patrimônio Líquido na data do balanço. Essa conta representa a interligação entre o balanço e a demonstração do resultado do exercício”.

Estes autores expõem, ainda, que essa conta pode apresentar duas subcontas: lucros acumulados (saldo credor) e prejuízos acumulados (saldo devedor) ou, ainda, possuir apenas uma conta, lançando seus valores na conta Patrimônio Líquido, conforme o resultado do exercício se apresentar, seja ele positivo ou negativo.

A Instrução Normativa (IN) nº 59/86 da CVM, no seu art.8º, já determinava que todas as companhias abertas somente poderiam possuir saldo positivo na conta

Lucros ou Prejuízos Acumulados oriundo das frações de lucros que não pudessem ser alocadas na declaração de dividendos por ações, ou ainda se já existissem saldo anterior à vigência da Lei 6.404/76. Essa IN também impõe que, em caso de prejuízo, este será compensado pelo saldo positivo existente nesta conta (lucro), pelas reservas de lucros e pela reserva legal, respectivamente nesta ordem.

Ao analisar as demonstrações contábeis das companhias abertas, é possível observar que a IN 59/86 não estava sendo cumprida, pois as mesmas apresentavam saldo positivo na conta Lucros ou Prejuízos Acumulados, ou seja, não estavam destinando todo lucro conforme prevê tal Instrução. Em função disto, em 2001, a Lei nº 10.303 tornou obrigatório às companhias de capital aberto ou fechado a destinarem todo o resultado positivo do exercício a reservas ou que seja distribuído como dividendos. Desta forma, constata-se que a conta Lucros ou Prejuízos Acumulados é o resultado líquido do exercício apurado na demonstração do resultado do exercício, o qual, se positivo, deverá ser totalmente destinado às reservas e ao pagamento de dividendos. Se após essas destinações ainda possuir saldo, deve ser distribuído como dividendos.

2.1.2 Os Juros Sobre o Capital Próprio

Uma alternativa à distribuição de lucros está autorizada fiscalmente, desde o ano de 1995, e constitui-se no pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP). Neste caso, o Lucro Líquido já estará deduzido desta parcela quando incorporado à conta de lucros acumulados para destinação final. Contudo, quando são observadas as demonstrações financeiras publicadas pelas companhias, percebe-se que os JSCP são tratados como destinações de resultado, o que torna necessário que se apresentem os seus aspectos mais relevantes.

Com o advento da Lei 9.249/95, foi revogada a correção monetária das demonstrações contábeis. Objetivando não prejudicar as empresas mais capitalizadas, com um aumento de sua carga tributária, foi instituído sobre o resultado a figura dos JSCP, os quais podem ser utilizados como despesa dedutível para fins de apuração do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL), no regime de tributação pelo lucro real (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007).

Segundo Iudícibus, Martins, Gelbcke (2007, p.335-336), é relevante destacar os seguintes pontos sobre JSCP:

- I - Os JSCP ficam condicionados à existência de lucro no exercício ou de lucros acumulados, e ficam a 50% do lucro apurado no exercício ou no saldo de lucros acumulados e das reservas de lucros, dos dois o menor;
- II - Os JSCP são obtidos através da aplicação da variação da TJLP, *pro rata* dia, sobre as rubricas de Patrimônio Líquido, executada a reserva de reavaliação, salvo se for oferecida a tributação do IRPJ e CSLL.
- III - Os JSCP pagos ou creditados ao beneficiário, ficam sujeitos a alíquota de 15% de IRRF;
- IV – Os JSCP podem ser imputados ao valor do dividendo de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404/76, ou seja, só e tão só ao dividendo obrigatório.

Além desses importantes pontos sobre os JSCP, deve também ser observada a IN nº11/96, art. 30, da Secretaria da Receita Federal, a qual dispõe que os valores referentes aos JSCP, pagos ou creditados pela empresa a fim de remuneração do capital próprio, poderão ser imputados ao valor dos dividendos, sem prejuízo de incidência de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF).

A CVM também regulamentou tal forma de pagamento, mediante a deliberação nº 207/96, a qual expõe que os JSCP equivalem a uma forma de distribuição do resultado apurado em certo exercício, logo devendo ser evidenciados na demonstração das mutações do Patrimônio Líquido (PL).

Em resumo, as legislações impostas aos JSCP não se contradizem, pois ambas, em síntese, dispõem que estes só podem ser imputados aos dividendos obrigatórios, e também devem ser imputados líquidos de IRRF.

2.1.3 Eventos que alteram o Patrimônio Líquido das Empresas

As informações descritas neste item estão amparadas na Lei nº 6.404/76, ou seja, Lei das Sociedades Anônimas.

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbeck (2007, p.416), as contas que compõem o Patrimônio Líquido podem sofrer variações pelos seguintes motivos:

- 1 - acréscimo pelo lucro ou redução pelo prejuízo líquido do exercício;
- 2 - redução por dividendos;
- 3 - redução por pagamento ou crédito de juros sobre o capital próprio;
- 4 - acréscimo por reavaliação de ativos;
- 5 - acréscimos por doações ou subvenções para investimentos recebidos;
- 6 - acréscimo por subscrição e integralização de capital;
- 7 - acréscimo pelo recebimento de valor que exceda o valor nominal das ações integralizadas ou o preço de emissão de emissão das ações sem valor nominal;
- 8 - acréscimo pelo valor da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição;
- 9 - acréscimo por prêmio recebido na emissão de debêntures;
- 10 - redução por ações próprias adquiridas ou acréscimo por sua venda;
- 11 - acréscimo ou redução por ajustes de exercícios anteriores;
- 12 - reversão da reserva de lucros a realizar para a conta de dividendos a pagar.

Hendriksen e Van Breda (2007) apresentam itens que afetam o Patrimônio Líquido das empresas, ou seja, envolvem operações ou eventos, denominados modificadoras, que irão provocar variações no valor total deste grupo. Porém, esses mesmos autores expõem que podem ocorrer modificações nas contas do Patrimônio Líquido, sem alterar o seu montante. Isso ocorre quando apenas eventos permutativos no Patrimônio Líquido estão envolvidos, isto é, quando ocorrem transações apenas com contas deste grupo, como, por exemplo:

- a) aumento de capital através da utilização do saldo da conta lucros e reservas;
- b) apropriações do Lucro Líquido, reduzindo o saldo da conta lucros acumulados para a geração de reservas;
- c) reversões de reservas patrimoniais para a conta de lucros ou prejuízos acumulados;
- d) Compensação de prejuízos com reservas.

Conforme se pode observar, os itens citados envolvem contas apenas do grupo Patrimônio Líquido. Desta forma, apenas afetam os saldos das contas existentes neste grupo, e não o seu valor total.

Como este estudo tem o objetivo de descrever as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas no decorrer do período analisado, foi importante perceber os eventos que provocam suas variações.

2.1.4 Tendências Normativas atuais na Contabilidade Financeira

Atualmente, os países estão procurando tornar suas normas contábeis padronizadas, isto é, promover uma nova filosofia onde exista “a primazia da essência sobre a forma, a primazia da análise de riscos e benefícios sobre a propriedade jurídica e normas orientadas por princípios e não por regras excessivamente detalhadas e controladas” (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2008, p. 6). Para esta padronização, foram criadas as Normas Internacionais de Contabilidade e, em função disso, em 28 de dezembro de 2007 foi sancionada a Lei nº 11.638 que visa alterar alguns aspectos da Lei das Sociedades por Ações, de nº 6.404/76, e adequar as normas contábeis brasileiras às internacionais. Esta Lei está em vigência desde 1º de janeiro de 2008. É a partir dela que começam a surgir mudanças nas formas de realizar a contabilidade no Brasil.

Convém salientar que esta pesquisa estudará o Patrimônio Líquido das empresas de capital aberto, pelo período de 1986 a 2007. Logo, a Lei 11.638/07 não afetará este estudo, pois sua vigência começa no ano de 2008. Apenas serão apresentadas as modificações geradas por essa Lei, com a finalidade de demonstrar as atualizações que envolvem as contas do grupo Patrimônio Líquido.

A partir da Lei nº 11.638/07, o Patrimônio Líquido, conforme prevê seu Art. 178, será formado pelas seguintes contas: capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados, lembrando que essa Lei passou a vigorar a partir de 1º de janeiro de 2008.

Em função dessa Lei, foram excluídas do Patrimônio Líquido as contas de reservas de reavaliação, prêmio de debêntures e por doações e subvenções para investimento. Assim, a partir da competência janeiro/2008, a conta de reavaliações não poderá ser aumentada, conforme prevê o Art. 182, parágrafo terceiro, da referida Lei (11.638/07):

Serão classificadas como ajustes de avaliação patrimonial, enquanto não computadas no resultado do exercício em obediência ao regime de competência, as contrapartidas de aumentos ou diminuições de valor atribuídos a elementos do ativo e do passivo, em decorrência da sua avaliação a preço de mercado.

Em virtude do desaparecimento da conta reservas de reavaliação, a Lei 11.638/07 criou a conta “Ajustes de Avaliação Patrimonial” visando “registrar valores já pertencentes ao Patrimônio Líquido, mas que não transitaram ainda pela conta do resultado do exercício, mas o farão no futuro” (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2008, p.19).

Com esta modificação, não é possível efetuar reavaliação espontânea de bens, e o saldos existentes nestas contas devem ser realizados conforme estabelece o art. 6º da Lei nº 11.638/07: “os saldos existentes nas reservas de reavaliação deverão ser mantidos até a sua efetiva realização ou estornados até o final do exercício social em que esta Lei entrar em vigor”.

Outra modificação gerada por esta Lei é o desaparecimento da conta “Lucros ou Prejuízos Acumulados” dos balanços, pois todo o lucro deverá ser obrigatoriamente destinado, permanecendo as reservas estabelecidas por Lei. No entanto, só permanecerão nos balanços o saldo dos Prejuízos Acumulados (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2008).

Esta nova Lei delimitou em seu Art. 197, parágrafo 1º, inciso II, que “o lucro, rendimento ou ganho em operações ou contabilização de ativo e passivo pelo valor de mercado, cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte” (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2008, p.20). Tal modificação visa a não obrigatoriedade do pagamento de dividendos mínimos obrigatórios com base nestes resultados.

Outro ponto a ser observado em virtude da Lei nº 11.638/07, é o limite de saldo estipulado para as contas de reservas de lucros, o qual, com exceção das reservas para contingência e de incentivos fiscais, e de lucros a realizar, não poderão ultrapassar o valor do capital social (Art. 199).

As reservas de reavaliações também sofreram modificações em virtude desta Lei, pois a partir da competência janeiro/2008 desaparece a alternativa da reavaliação espontânea de bens pelas empresas. Quanto aos saldos existentes nestas contas, o art. 6º regulamenta: “os saldos existentes nas reservas de reavaliação deverão ser mantidos até a sua efetiva realização ou estornados até o final do exercício social em que esta lei entrar em vigor”.

Fica também criada a conta “Reserva de Incentivos Fiscais”, conforme estabelece o Art. 195 – A:

A Assembléia Geral poderá por proposta de órgãos de administração, destinar para a reserva de incentivos fiscais a parcela do Lucro Líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos, que poderá ser excluída da base de cálculo do dividendo obrigatório. (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2008, p. 19).

Como a Lei nº 11.638/07 visa padronizar as normas brasileiras de contabilidade às internacionais, os legisladores perceberam a necessidade de criar um órgão que traduzisse e validasse à realidade brasileira este novo processo de normatização contábil.

O órgão criado para realizar tais tarefas é denominado de Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), composto pela ABRASCA, APIMEC, BOVESPA, CFC, FIPECAFI, IBRACON, e se manifesta aos seus usuários através de pronunciamentos sobre os atos normativos contábeis necessários a implantação da Lei nº 11.638/07.

Atualmente o CPC já emitiu os seguintes pronunciamentos, os quais são apresentados no Quadro 2:

Pronunciamento	Tema	Publicações geradas		
		CVM	CFC	CMN
—	Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual	Deliberação 539/08	NBC T 1 – Resolução 1.121/08	—
01	Redução ao Valor Recuperável de Ativos	Deliberação 527/07	NBC T 19.10 – Resolução 1.110/07	Resolução 3.566/08 do Banco Central do Brasil
02	Efeitos nas mudanças nas taxas de câmbio e conversão de demonstrações contábeis.	Deliberação 534/08	NBC T 7 – Resolução 1.120/08	—
03	Demonstração dos Fluxos de caixa	—	—	—
04	Ativo Intangível	Deliberação 553/08	—	—
06	Operações de Arrendamento Mercantil	Deliberação 554/08	—	—
07	Subvenção e Assistências Governamentais	Deliberação 555/08	—	—
08	Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários	Deliberação 556/08	—	—
09	Demonstração do Valor Adicionado	Deliberação 557/08	—	—

Quadro 2: Pronunciamentos emitidos pelo CPC

Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2008).

No Quadro 2 podem ser observadas as publicações de diversos documentos, evidenciando-se que :

- a) a CVM expede normas aplicáveis às companhias abertas;
- b) o CFC expede normas aplicáveis ao profissional contábil;
- c) o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia, regula as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras, e disciplina os instrumentos de política monetária e cambial do país.

Enfim, todos os órgãos que compõem o CPC poderão vir a emitir documentos que vão esclarecer ou validar as novas normas contábeis exigidas no país, em virtude da padronização às Normas Internacionais.

2.1.5 O Patrimônio Líquido segundo a Teoria da Contabilidade

Para Hendriksen e Van Breda (2007), o Patrimônio Líquido representa os direitos dos proprietários, direitos de participação ou direitos dos acionistas. Também revelam que este grupo é a diferença entre ativos e passivos, e que são denominados ativos líquidos da companhia.

O grupo de contas do Patrimônio Líquido é baseado em cinco teorias, conforme descritas a seguir:

I. Teoria da Propriedade

Segundo Hendriksen e Van Breda (2007), esta teoria visa o direito dos proprietários, isto é, a busca constante dos sócios pela riqueza da propriedade. Esses mesmos autores expõem que esta teoria se adapta melhor às empresas individuais e às sociedades de pessoas, pois o Lucro Líquido gerado nestas entidades é distribuído aos seus proprietários a cada exercício, apesar do cálculo do lucro tradicional não considerar aumentos líquidos de riqueza. Essa teoria está baseada na seguinte equação:

$$\text{Equação n}^\circ \text{ 1: } ?A - ?P = PL$$

Onde: ? A = Somatório do Ativo

? P = Somatório do Passivo

PL = Patrimônio Líquido

Para Ludícibus (2004, p. 185), na Teoria da Propriedade resume-se em:

o proprietário é o centro de atenção da contabilidade. As receitas são consideradas como acréscimo da propriedade e as despesas, decréscimos. Assim, o Lucro Líquido, diferença entre receitas e despesas, é adicionado diretamente ao proprietário. Os dividendos representam retirada de capital, e os lucros acumulados são parte da transferência.

A Teoria da Propriedade procura resguardar o direito do proprietário à sua propriedade, não separando o patrimônio da empresa do patrimônio dos seus proprietários. Na visão de Kam (1986), essa teoria surgiu num tempo onde as empresas eram de pequeno porte, e geralmente eram empresas familiares, onde o que figurava era o poder do proprietário, o qual possuía grande conhecimento sobre o seu negócio. Por esse motivo, o autor acredita que, em grandes empresas, como em sociedades por ações, esta teoria tende a não funcionar.

Ao examinar esta Teoria à luz desta pesquisa, a qual envolve sociedades de capital aberto, percebe-se que o proprietário das empresas estudadas normalmente não está à frente da sua administração, mas nem por isso deixa de receber os seus retornos devidos. No entanto, na visão da Teoria da Propriedade, o acionista minoritário perde seu verdadeiro significado, pois existe um distanciamento entre a administração da propriedade e o poder de possuí-la. Este não terá o conhecimento necessário para empreender o seu negócio, bem como analisar os dados contábeis da sua propriedade. Contudo, já em 1929 Canning entendia que a Teoria da Propriedade deveria evoluir para poder atender às demandas que estavam por vir, pois seus preceitos não iriam atender às empresariais.

Em síntese, esta Teoria contraria o Princípio da Entidade, a qual procura separar o patrimônio da empresa do patrimônio dos proprietários, bem como associa o sucesso dos negócios à administração pelos mesmos. Tal associação, na atualidade, normalmente não apresenta muita relação.

II. Teoria da Entidade

A Teoria da Entidade é expressa por Hendriksen e Van Breda (2007) como a Teoria instituída para as sociedades por ações, pois a companhia é vista separadamente dos negócios e interesses pessoais dos seus proprietários.

Esta Teoria é baseada na seguinte equação:

Equação n° 2: $\Sigma A = \Sigma P + PA$

Onde: ΣA = Somatório dos Ativos

ΣP = Somatório dos Passivos

PA = Patrimônio dos Acionistas

De acordo com Ludícibus (2004, p. 186), na Teoria da Entidade

a entidade tem uma vida distinta das atividades e dos interesses pessoais dos proprietários de parcelas de seu capital. A entidade tem personalidade própria. [...] O lucro do período apenas só será lucro pessoal para os acionistas se a valor de mercado da ação reconhecê-lo ou incorporá-lo [...].

Para Hendriksen e Van Breda (2007), nesta teoria “as empresas não se preocupam com os valores correntes porque a ênfase reside na responsabilidade por custos perante os acionistas e a outros titulares de direito”. Em resumo, a Teoria da Entidade distingue a riqueza dos sócios da lucratividade da empresa, bem como as obrigações e deveres de cada um.

III. Teoria de Direitos Residuais

Panton (*apud* HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007) classifica a teoria dos direitos residuais como um dos diversos tipos de propriedade, segundo a teoria da entidade. Esta teoria preconiza que os acionistas não são considerados proprietários da empresa, porém possuem os seus direitos relacionados aos da mesma, bem como outros detentores de títulos.

A equação básica que se propõe nessa teoria é:

Equação n° 3: $A - DE = DR$

Onde: A = Ativos

DE = Direitos Específicos

DR = Direitos Residuais

Os Direitos Específicos abrangem os direitos de credores e de acionistas preferenciais. Já os Direitos Residuais têm o objetivo de fornecer informações aos acionistas ordinários para o processo de tomada de decisão sobre investimentos em geral (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

Conforme Ludícibus (2004, p.187), a própria Teoria dos Direitos Residuais tem a finalidade de “fornecer melhor informação para o acionista ordinário”.

IV. Teoria Empresarial

Hendriksen e Van Breda (2007, p.469) destacam que o conceito de Teoria Empresarial “é mais amplo do que o da entidade, mas menos definido em termos de escopo e aplicação”. Segundo esses autores, para a Teoria Empresarial a empresa é uma instituição social que trabalha em função de vários grupos de interesses, interagindo com outros usuários da informação contábil como, por exemplo, o governo, clientes, colaboradores e o público em geral, e não somente com os acionistas e credores. Essas partes interessadas são chamadas de *stakeholders*.

Essa teoria também é denominada como Teoria Social da Contabilidade (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007). Pode ser usada como um recurso de comunicação da contabilidade, onde se supõe que a divulgação contábil tem um papel relevante, em função das informações que interessam e ajudam não somente aos acionistas e credores da empresa, como também a outros grupos interessados que se relacionam com a empresa.

V. Teoria do Fundo

A Teoria do Fundo, segundo Hendriksen e Van Breda (2007, p. 470),

abandona a relação pessoal pressuposta na teoria da propriedade e a personalização da empresa como unidade econômica, jurídica e artificial. [...] a Teoria do Fundo trata a empresa como uma unidade operacional, orientada para atividades, como base da contabilidade.

Esta teoria baseia-se na seguinte equação:

Equação n° 4: SA = RA

Onde: a soma de todos os ativos (SA) é igual à restrição sobre os ativos (RA)

Os ativos equivalem aos serviços possíveis ao fundo ou unidade operacional, enquanto os passivos significam restrições a ativos específicos ou gerais do respectivo fundo.

O capital investido, segundo esta teoria, corresponde a todas as obrigações legais ou financeiras ao uso dos ativos, ou seja, estes recursos devem se manter intactos. Entretanto, o capital só pode ser utilizado com a permissão de autoridade competente para efetuar sua liquidação parcial ou completa (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

Esta teoria tem tido maior aproveitamento nas entidades sem fins lucrativos e nas instituições governamentais.

As teorias que englobam o Patrimônio Líquido possuem suas características específicas, as quais são estipuladas em função das atividades empresariais que as envolvem. Entretanto, todas as teorias discutidas possuem o mesmo objetivo: o de manter a integridade do capital dos sócios e a capacidade de preservação dos seus investimentos, protegendo, assim, o valor investido inicialmente pelos sócios.

2.1.6 O Patrimônio Líquido segundo a Teoria Financeira

Na visão da Teoria Financeira o Patrimônio Líquido corresponde o grupo de contas que representa o capital próprio da empresa que pertence aos acionistas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007). O capital próprio equivale ao valor que os acionistas ou proprietários investiram na empresa para que ela pudesse executar suas atividades. Desta forma, é de se esperar que estes recebam um retorno sobre o seu capital investido, o que normalmente é tratado pela empresa como custo do capital próprio.

O valor do Patrimônio Líquido das sociedades anônimas é obtido pelo somatório do valor de todas as suas ações, isto é, ações preferenciais e ações ordinárias (GITMAN, 2004).

Conforme Damodaran (1997, p.463),

o Patrimônio Líquido de uma empresa corresponde a um direito residual; isto é, os detentores de Patrimônio Líquido têm o direito sobre todos os fluxos de caixa remanescentes depois que outros detentores de direitos financeiros (dívida, ações preferenciais, etc.) tenham sido satisfeitos.

Esta idéia parte do princípio da responsabilidade, o qual determina que, no caso de uma empresa ter de encerrar suas atividades, primeiramente deva utilizar o seu capital próprio para cobrir toda sua dívida para, depois, distribuir o restante aos acionistas ou proprietários da empresa.

Assim, o fluxo de caixa do acionista é o valor “existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados” (DAMODARAN, 1997, p.123).

Para se determinar o valor de uma empresa, podem ser usados vários métodos de avaliação mas, segundo Damodaran (1997), existem três formas de se efetuar-la: avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação de direitos contingentes.

2.1.6.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação por fluxo de caixa descontado está “fundamentada na regra de ‘valor presente’, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados” (DAMODARAN, 1997, p.12). Esta abordagem apresenta a seguinte equação:

$$\text{Equação n}^\circ \text{ 5: Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde: n = vida útil do ativo

CF = fluxo de caixa no período t

R = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimado

Damodaran (1997, p.12) também expõe que o valor do Patrimônio Líquido de uma empresa pode ser calculado por esta mesma abordagem, isto é, pode ser “obtido descontando-se os fluxos de caixa do acionista esperados”, conforme equação a seguir:

$$\text{Equação n}^\circ \text{ 6: Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_{doAcionista}}{(1 + K_e)^t}$$

Onde: CF do Acionista = Fluxo de Caixa do Acionista esperado

K_e = Custo do Patrimônio Líquido

2.1.6.1.1 Avaliação em Condições de Incerteza

Também existem modelos de precificação de ativos com risco como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e o *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

2.1.6.1.1.1 *Capital Asset Pricing Model*

O CAPM foi proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965). Este modelo de precificação de ativos com risco propõe que o retorno esperado de um título está positiva e linearmente relacionado ao risco sistemático do título, pois pressupõe-se que os indivíduos só investirão em um ativo com risco se o retorno esperado por ele for superior aos de menor risco, compensando o risco existente (*apud* ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

Este modelo pode ser calculado através da seguinte equação:

$$\text{Equação n}^\circ \text{ 7: } E(R_j) = R_f + \beta_i (E[R_m] - R_f)$$

Onde: $E(R_j)$ = retorno esperado sobre o ativo i

R_f = taxa livre de risco

$E[R_m]$ = retorno esperado sobre a carteira de mercado

β_i = beta do ativo i

O retorno esperado de um título é formado pelo retorno do título livre de risco mais um prêmio de mercado pelo risco. Este prêmio pelo risco é composto por duas partes: preço e quantidade. Logo, o preço do risco de um ativo pode ser considerado como a diferença entre o retorno esperado da carteira de mercado e o retorno do ativo livre de risco, e a quantidade do risco de um ativo é representada pelo seu beta (β). Esse coeficiente mede a sensibilidade de uma variação do retorno de um título individual à variação do retorno da carteira de mercado. O beta é denominado “coeficiente de risco de mercado ou não diversificável” porque capta a influência do comportamento do mercado sobre o desempenho de um determinado ativo i (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

2.1.6.1.1.2 *Arbitrage Pricing Theory* (APT)

O APT também estabelece risco como sendo não diversificável, porém se baseia em múltiplos fatores econômicos para medir este risco. “Os parâmetros do APT são estimados a partir de uma análise de fatores sobre os retornos históricos das ações, que produz o número de fatores econômicos comuns determinantes destes retornos, o prêmio de risco para cada fator e os betas, fatores específicos para cada empresa” (DAMODARAN, 1997, p.74).

Damodaran (1997) esclarece que este modelo é composto por dados previsíveis e imprevisíveis, nos quais os primeiros envolvem as características próprias de cada empresa e que estas irão afetar inicialmente o retorno das ações ou até apenas ela, não afetando o seu segmento. Já os dados não previsíveis referem-se ao mercado como variáveis econômicas, e irão afetar uma série de ativos, como Produto Interno Bruto (PIB) e taxa de inflação.

Enfim, tanto o CAPM como a APT são modelos de risco e retorno que medem risco em termos não diversificáveis, porém o CAPM considera apenas um fator de mercado, e o APT considera vários.

2.1.6.2 Avaliação Relativa

Já na forma de Avaliação Relativa, “o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros,

fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas”, e neste método, normalmente, são utilizados índices para determinar o objeto avaliado (DAMODARAN, 1997, p.17). Os três indicadores mais utilizados são: índice Preço/Lucro; índice Preço/Valor Contábil; índice Preço/Vendas. O uso destes indicadores apresenta limitações, visto que suas fórmulas podem variar de acordo com as características de cada empresa.

2.1.6.3 Avaliação por Direitos Contingentes

A terceira forma é a Avaliação por Direitos Contingentes ou Opção, a qual corresponde ao valor de um “ativo que se paga apenas sob determinadas contingências, ou seja, se o valor do ativo subjacente exceder um valor preestabelecido para uma opção de venda ou atingir um valor menor que o preestabelecido para a opção de compra” (DAMODARAN, 1997, p.19).

As três formas de avaliação de empresas podem ser observadas no Quadro 3:

Formas de Avaliação	Descrição
AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	Os fluxos de caixa são descontados a uma taxa ajustada ao risco para se chegar a uma estimativa de valor. A análise pode ser realizada unicamente da perspectiva de investidores em Patrimônio Líquido, descontando-se os fluxos de caixa do acionista esperados, ou pode ser realizada do ponto de vista de todos os detentores de direitos na empresa, descontando-se os fluxos de caixa do acionista esperados para a empresa pelo custo médio ponderado de capital.
AVALIAÇÃO RELATIVA	O valor do Patrimônio Líquido de uma empresa se baseia na precificação de empresas comparáveis em relação a lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas.
AVALIAÇÃO POR DIREITOS CONTINGENTES	Nesta forma, um ativo é avaliado através da utilização de um modelo de precificações de opções.

Quadro 3: Formas de Avaliação

Fonte: Damodaran (1997, p. 21).

As três formas de mensurar o valor de uma empresa, apresentadas no Quadro 3, possuem vantagens, mas também limitações, as quais podem variar de empresa para empresa, e, dependendo do método adotado, pode gerar distorções significativas nos resultados, se este não for o mais apropriado.

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

Nesta seção são abordados conceitos e definições que revelam o significado da expressão Estrutura de Capital, no contexto da Teoria Financeira, bem como descrevem as principais teorias existentes sobre este assunto.

2.2.1 Teorias sobre Estrutura de Capital

As teorias sobre estrutura de capital podem ser classificadas em quatro grupos: os Teoremas de Modigliani e Miller, a Teoria de *Trade-off*, a Teoria da Agência e a Teoria da Assimetria da Informação e a Teoria de *Pecking Order*.

2.2.1.1 Os Teoremas de Modigliani e Miller

O estudo sobre a estrutura de capital das empresas ganhou evidência em 1958, quando Franco Modigliani e Merton H. Miller (MM) publicaram seu artigo. Este artigo tornou-se um marco na teoria das finanças no mundo, ficando conhecido como a Teoria de Modigliani e Miller.

Modigliani e Miller (1958) propuseram, em seu trabalho, uma análise de equilíbrio sobre os custos de capital das empresas, as quais eram determinantes das definições de investimentos e financiamentos. Numa hipótese de mercado perfeito, argumentavam a favor da irrelevância da estrutura de capital para a maximização do valor das empresas.

Para entender o contexto que abrange um mercado perfeito, é necessário primeiramente saber o que é eficiência de mercado. Segundo Paxson e Wood (2001), eficiência de mercado é a expressão utilizada para explicar a relação existente entre informações existentes e os preços de mercado.

Fama (1970) classifica a eficiência de mercado em três formas:

- a) Eficiência na forma fraca: ocorre quando o investidor não consegue retornos excepcionais baseado nas informações dos preços ou informações de retorno do passado. As informações relativas a retornos ou a preços do passado não são úteis para obter retornos superiores à média do mercado.

- b) Eficiência na forma semi-forte: é quando o investidor não pode obter retornos adicionais com base na avaliação das informações publicamente disponíveis através dos diversos relatórios e demonstrativos contábeis gerados pelas empresas.
- c) Eficiência na forma forte: o mercado é eficiente na sua forma forte quando os preços refletem toda a informação disponível, pública ou privada, ou seja, quando o investidor não pode obter ganhos adicionais usando qualquer tipo de informação disponível, mesmo que ela seja uma informação privilegiada.

A partir dessas definições, é possível perceber que o contexto de mercado perfeito mencionado por MM (1958), compreendendo o mercado eficiente na sua forma forte, possui poucas probabilidades de existência, pois sabe-se que muitos economistas admitem a existência das chamadas “informações privilegiadas”.

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) afirmam que mesmo os mais ardorosos defensores da hipótese de mercado eficiente admitem algumas ineficiências ou a existência de operações dos chamados *insiders*, isto é, informações privilegiadas, e que não se surpreenderiam em constatar que os mercados são ineficientes na sua forma forte.

MM (1958) apresentaram três proposições, sendo elas:

A primeira proposição afirma que o valor de mercado de qualquer empresa (firma) é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização da taxa de retorno esperada ajustada ao risco (MODIGLIANI e MILLER, 1958, p.268).

A segunda proposição de MM (1958, p.271) estabelece que pode o valor esperado de uma ação é igual à capitalização do fluxo de caixa à taxa apropriada para sua classe de risco adicionada a um prêmio relacionado ao risco financeiro igual à relação da dívida sobre o patrimônio versus o *spread*¹;

E a terceira e última proposição apresentada pelos referidos autores está relacionada a implicações da análise para a teoria do investimento, ou seja, envolve a estrutura de capital e a política de investimentos.

Modigliani e Miller (1958, p. 292) expõem que é possível derivar a seguinte regra simples de uma política de investimentos ótima para a empresa:

¹ *Spread* é a diferença entre os preços de oferta de compra e de venda de uma ação ou de uma obrigação.

Se uma empresa, em uma classe de risco, agir pelos interesses dos acionistas no momento da decisão, irá explorar uma oportunidade de investimento somente se a sua taxa de retorno for igual ou maior do que o custo médio de capital, isto é, a taxa mínima de rentabilidade para investimento na empresa será, em todos os casos, o custo de capital, e não será afetada pelo tipo de valor mobiliário usado para financiar o investimento.

Portanto, a terceira proposição estabelece que o ponto de corte para os investimentos da empresa, em todos os casos, não serão absolutamente afetados pelo tipo de passivo usado para financiar o investimento.

Foi após a elaboração destas proposições que surgiram novas pesquisas empíricas com a finalidade de comprovar em que condições a escolha da estrutura de capital afeta o valor das empresas. As críticas focam-se nos pressupostos de mercados perfeito e na desconsideração da vantagem fiscal dos impostos.

Enfim, ao serem analisadas as proposições apresentadas por MM surgem alguns questionamentos como:

- a) O valor de uma empresa alavancada é o mesmo de uma empresa não alavancada?
- b) O valor de uma empresa é sempre o mesmo, seja qual for a sua estrutura de capital?
- c) As empresas escolhem as suas estruturas de capital de forma aleatória?

Quanto aos questionamentos, acredita-se que a estrutura de capital numa empresa não seja irrelevante para agregar valor à mesma. Logo, o valor de uma empresa não é sempre o mesmo, pois este irá depender de quanto esta empresa está alavancada ou não.

Outro ponto a ser observado é que as empresas não escolhem sua estrutura de capital de forma arbitrária, pois, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 330) elas possuem, de acordo com o ramo de negócio, estruturas de capitais semelhantes uma às outras. Isto significa que as empresas que possuem o mesmo ramo de negócios apresentam Estruturas de Capital semelhantes, ou seja, necessitam de capitais de terceiros quase que na mesma proporção.

Enfim, constata-se que, nos Teoremas de MM, os impostos das pessoas jurídicas foram ignorados, bem como os custos de falência e os custos de agência.

Em razão de diversas críticas, esses mesmos autores elaboraram um segundo artigo (Modigliani e Miller, 1963), ao qual foi adicionada a tributação das empresas às proposições anteriores. Neste novo contexto foi incluído o imposto de renda das empresas, o que gerou um benefício fiscal da dívida, ocasionando a revisão das proposições elaboradas em 1958.

Este segundo artigo elaborado por MM (1963) reconheceu os efeitos dos impostos sobre o endividamento no valor das empresas. Neste reconhecimento, os autores afirmam que o valor de uma empresa está diretamente ligado ao seu endividamento e à alíquota de imposto.

Esta relação entre o endividamento e a alíquota do imposto ocorre porque o pagamento dos juros é tratado como despesa, sendo a mesma descontada do cálculo do lucro tributável, diminuindo, desta forma, o valor do imposto a pagar e aumentando o fluxo de caixa da empresa². Esta nova visão sobre o endividamento das empresas foi denominada Teoremas de MM com impostos.

Tal teoria reconhece que o resultado para o acionista independe da estrutura de capital adotada, exceto pela economia fiscal gerada pelo endividamento. Porém, muitos pesquisadores da área de finanças afirmam que foi a partir desta teoria que começou a ser discutido realmente qual seria a Estrutura de Capital ótima para uma empresa. Esta questão baseada na Teoria de MM (1963) pressupõe que quanto mais alavancada a empresa estiver, menos impostos ela irá pagar, em virtude do benefício fiscal e, assim, maior valor a empresa irá alcançar.

No entanto, qual será o limite máximo que uma empresa poderá suportar de capital de terceiros, para que não apareçam custos de falência? Sabe-se que os próprios acionistas e até os próprios credores de uma empresa muito alavancada não iriam permitir que esta comporte 100% de dívida, em virtude dos custos de falência, bem como os custos de agência (BREALEY; MYERS, 2005). Os custos de falência são aqueles incorridos pela empresa quando o mercado percebe sinais que ela possa a vir a falir (DAMODARAN, 2004).

Enfim, questiona-se qual seria o percentual apropriado para uma empresa utilizar de capital de terceiros, que não gera custos substanciais de falência, e até que ponto a empresa pode se utilizar do benefício fiscal para aumentar o seu valor, ou seja, maximizar a riqueza dos acionistas.

² O benefício fiscal da dívida é conhecido na literatura de finanças como escudo fiscal da dívida (*debt tax shield*).

Esta questão é respondida na seção seguinte, pois nela é abordada a Teoria dos *Trade-offs*, a qual estabelece a relação de compensação entre o benefício da dívida e os custos de dificuldades financeiras, cujo crescimento ocorre com o grau de alavancagem (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

2.2.1.2 A Teoria de *Trade-off*

Nesta seção são abordadas as vantagens e as desvantagens de se contrair dívida para uma empresa, isto é, é feita uma análise da Teoria dos *Trade-offs*, a qual expõe os benefícios e os custos da dívida, estabelecendo até quanto uma empresa deve obter recursos emprestados.

Inicialmente cabe ressaltar que os custos de falência, na determinação da análise da estrutura de capital, também partiram das conclusões de Modigliani e Miller (1963), pois foi a partir dela que ficou constatado que uma empresa poderia se utilizar de 100% da dívida, não o fazendo em virtude dos referidos custos de falência.

O trabalho de Miller (1977) foi batizado como a Teoria *Trade-off*, pois baseia-se na *trade-off*, entre os benefícios da utilização da dívida e os custos da possibilidade de falência em virtude da alta alavancagem financeira.

Para Damodaran (2004), o endividamento proporciona duas vantagens significativas em relação ao Patrimônio Líquido. A primeira refere-se ao benefício tributário, pois as despesas com juros são dedutíveis dos impostos. Já a segunda vantagem refere-se aos administradores, pois os obriga a saldar suas dívidas, forçando-os a serem mais disciplinados e eficientes nas suas decisões de investimentos. Ainda conforme o autor, a obtenção de dívidas em excesso apresenta desvantagens para as empresas, como:

- a) a exposição da empresa à inadimplência se os seus fluxos de caixa não forem suficientes para saldar os pagamentos dos juros decorrentes das dívidas;
- b) perda do controle da empresa para os financiadores e uma eventual liquidação, caso a empresa não consiga quitar suas dívidas;

- c) à medida que toma dinheiro emprestado a empresa aumenta os conflitos entre acionistas e financiadores, em decorrência do que a empresa pode ou não fazer, bem como as taxas de juros mais altas dos empréstimos;
- d) perda de flexibilidade no mercado, pois perde a capacidade de obter recursos para cobrir eventuais imprevistos futuros.

Além destas desvantagens, as empresas que contraem dívida em excesso podem estar gerando custos de falência, ou custos de agência.

Os custos de falência podem ser classificados em custos diretos de falência e custos indiretos de falência. Os diretos são aqueles que ocorrem em termos de fluxos de caixa no momento em que ocorre a falência da empresa. Já os custos indiretos são os que aparecem em maior proporção, e aparecem antes que a empresa atinja o estado pleno de falência. Como exemplo de custo indireto, é possível citar o caso de quando os clientes percebem que a empresa está enfrentando dificuldades financeiras e, em virtude disso, desconfiam da qualidade dos seus produtos, reduzindo o seu faturamento, conseqüentemente (DAMODARAN, 2004).

Já os custos de agência são aqueles decorrentes da obtenção de dívida e que envolvem acionistas e administradores, ou acionistas e portadores de títulos, pois estes possuem diferentes interesses sobre os fluxos de caixa da empresa (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

A Teoria *Trade-off* da estrutura de capital reconhece que os graus de endividamento podem variar de empresa para empresa, porém diferentemente da Teoria de MM (1963), cuja conclusão era de que a empresa deveria fazer tanta dívida quanto pudesse, pois evitava níveis de endividamento extremos (BREALEY; MYERS, 2005). Ainda segundo esses autores, esta teoria também explica como as empresas realmente se comportam, variando em virtude de ramo de negócios, idade, tamanho, etc.

No entanto, existem alguns pontos que esta teoria não consegue explicar, como quais as causas que levam algumas das empresas mais bem sucedidas a prosperar com tão pouca dívida. Tal questionamento é um dos pontos que enfraquece a Teoria *Trade-off*, pois ela preconiza exatamente o oposto, ou seja, "os lucros altos devem significar mais capacidade de cobrir a dívida e ainda a renda tributável para

abater, e deveriam implicar um índice de endividamento alvo, mais alto” (BREALEY; MYERS, 2005, p. 143).

Enfim, a teoria elaborada por Miller (1977) não esclarece qual seria a estrutura de capital ótima para as empresas, mas revela pontos importantes que devem ser observados, como não alavancar a empresa em níveis extremos, sempre observar os sinais de falência e os custos de agência. Salienta-se, ainda, que os custos de agência são oriundos dos “Problemas de Agência”, os quais são abordados na próxima seção desta revisão de literatura.

2.2.1.3 A Teoria da Agência

Segundo Soares (2005), os indivíduos são vistos pela teoria econômica como seres que visam maximizar o seu próprio bem-estar, acreditando-se que possuam interesses e necessidades distintas. Logo, é de se esperar que no meio social, onde ocorre a junção destes indivíduos, ocorram também conflitos em decorrência da busca por seus interesses.

Estudando conflitos de interesse é que Jensen e Meckling (1976) estabeleceram o “problema de agência”, no qual o relacionamento de agência é definido por um contrato que envolve uma ou mais pessoas (os Principais), incluindo outras (os Agentes), com a finalidade de prestar serviços em seu benefício. Os autores salientam que, embora exista alguma autoridade por parte do Principal em relação ao Agente, ambos buscarão maximizar sua participação no respectivo contrato, podendo, com isso, nem sempre atuar pelos interesses do Principal. Desta forma é que surgem os conflitos de agência, pois ambos irão atuar de acordo com seus interesses no devido negócio.

Tal estudo revelou que na teoria da estrutura de capital existem dois tipos de conflitos potenciais de agência: conflitos entre acionistas e gestores e os conflitos entre acionistas e credores, ambos na percepção de suas necessidades e interesses.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) consolidou o corpo de conhecimento conhecido como a Teoria de Agência. Tal teoria também descreve duas formas de amenizar os conflitos decorrentes do problema de agência, afirmando que estas medidas podem ser realizadas separadamente ou em conjunto. A primeira consiste na elaboração de incentivos para que o Agente atue de acordo com os interesses do

Principal. Já a segunda medida é a monitoração das atitudes do Agente, para que o Principal esteja amparado a fim de tomar quaisquer atitudes, caso seja necessário, em relação ao Agente. Os mesmos autores ressaltam que ambas as medidas são onerosas para o Principal, porém essenciais para que esse possa preservar os seus interesses.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2007), os conflitos ocasionados pela Teoria de Agência geram custos de agência que, em virtude das dificuldades financeiras, se agravam. Estes conflitos também podem ser denominados de estratégias egoístas, podendo ser classificadas em três tipos:

- a) Incentivo a assumir riscos elevados
- b) Incentivo ao sub-investimento
- c) Esvaziamento da propriedade

O primeiro conflito expõe que, em grandes dificuldades financeiras, os acionistas da empresa se apropriam da riqueza dos credores ao selecionar projetos de alto risco. Já o segundo conflito aborda todas as situações onde as empresas estejam à beira da falência, mas ainda exista uma possibilidade de recuperação para os credores de seus investimentos, desde que os proprietários invistam algum valor na empresa, para que essa possa gerar um bom retorno. Isso normalmente não acontece, pois os proprietários não irão investir numa empresa que está prestes a falir. O último conflito ocorre quando a empresa opta por efetuar pagamentos extraordinários, como o pagamento de dividendos e outras distribuições, mesmo estando em sérias dificuldades financeiras, ou seja, é quando os proprietários resolvem deixar menos ativos para os credores.

Enfim, vários outros conflitos podem se originar das relações entre Principal e Agente, inclusive por falta ou omissão de informação, normalmente por parte do Agente, pois é esse que geralmente está diretamente envolvido com as atividades que envolvem os negócios da empresa. Esta disparidade das informações entre Principal e Agente sobre o objeto em contrato é o que se denomina de assimetria de informações (DAMODARAN, 2004). Tal abordagem é contemplada na seção seguinte.

2.2.1.4 A Assimetria de Informações e a Teoria de *Pecking Order*

A Teoria de *Pecking Order* foi iniciada com as informações assimétricas, ou seja, “[...] um termo elegante, indicando que os administradores sabem mais sobre prospectos, riscos e valores de suas empresas do que os investidores externos” (BREALEY; MYERS, 2005). Na realidade, é isso mesmo o que acontece, pois os administradores conhecem mais sobre as empresas do que os seus próprios investidores.

Esta teoria busca explicar a formação da estrutura de capital com base na assimetria de informações existente no mercado, e foi criada por Myers (1984).

Assim, Myers e Majluf (1984) elaboraram um trabalho com a finalidade de esclarecer a Teoria de MM, pois acreditavam que ela não explicava a prática gerencial e que o *static trade-off* só funcionava se todas as empresas possuíssem a mesma alíquota de imposto de renda. Tal premissa já era totalmente rejeitada por eles.

Partindo destes preceitos, Myers e Majluf (1984), baseados nos pressupostos da concorrência perfeita, estabeleceram a teoria de *Pecking Order*:

- a) as empresas preferem financiamento interno através da retenção dos lucros acumulados;
- b) elas adaptam seus objetivos de distribuição de dividendos às suas oportunidades de investimento;
- c) se for requerido o uso de finanças externas, primeiro a empresa emite títulos mais seguros;
- d) a empresa começa emitindo dívida, depois emite títulos conversíveis e utiliza a participação acionária externa apenas como último recurso.

Em síntese, esta hierarquia prevê que primeiro a empresa se utiliza dos seus lucros acumulados para investir, posteriormente se utiliza de capital de terceiros, e como última alternativa dispõe da emissão de ações para alavancar seus negócios, salientando que “as informações assimétricas afetam a escolha entre financiamento interno e externo e entre as novas emissões de títulos de dívidas e de patrimônio” (BREALEY; MYERS, 2005, p. 144).

3 MÉTODO DE PESQUISA

Este capítulo descreve os procedimentos metodológicos utilizados para atingir os objetivos propostos na pesquisa, apresentando considerações sobre as classificações da mesma, as hipóteses a serem testadas, a constituição da amostra, a técnica utilizada na coleta de dados, bem como a forma de análise e interpretação dos dados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Segundo Silva e Menezes (2001), uma pesquisa pode ser classificada quanto à sua natureza, quanto à abordagem do problema, quanto aos seus objetivos e também quanto aos procedimentos técnicos. Esta maneira de classificar a pesquisa está sintetizada e explicada no Quadro 4, onde é possível observar a tipologia da pesquisa, segundo a classificação dos autores citados, e, para propiciar uma melhor compreensão, são apresentadas as características inerentes a cada classificação.

Classificação da pesquisa	Características das classificações da pesquisa
Natureza da Pesquisa	Básica: é aquela que não envolve aplicação prática, buscando apenas gerar conhecimentos relevantes para a evolução da ciência através de teorias e verdades, bem como interesses globais.
	Aplicada: procura gerar novos conhecimentos através de estudos com aplicações práticas, dirigidas à resolução de determinados problemas, baseando-se em verdades e interesses específicos.
Abordagem do Problema	Qualitativa: explica os fatos através de teorias, não envolvendo dados quantitativos. Assim, esse tipo de pesquisa não utiliza técnicas estatísticas.
	Quantitativa: considera que tudo pode ser quantificável, mensurável, transformando essas medidas em informações através de recursos e técnicas estatísticas.
Objetivos da Pesquisa	Exploratória: preocupa-se em definir objetivos sobre determinado estudo inédito e gerar o maior número de informações possíveis sobre o referido tema.
	Descritiva: procura descrever as características existentes sobre determinado assunto, fenômeno, bem como estabelecer relações entre variáveis.
	Explicativa: é aquela que visa explicar o motivo ou as razões que contribuem para a ocorrência das coisas, ou seja, procura identificar o porquê dos fatos.

Continua

Continuação

Classificação da pesquisa	Características das classificações da pesquisa
Procedimentos Técnicos	Bibliográfica: é aquela baseada em obras já publicadas, como artigos, livros, jornais, etc.
	Experimental: é quando o objeto de estudo for testado, com a utilização e manipulação de variáveis, as quais produzirão certos efeitos no objeto pesquisado. Normalmente, esse tipo de pesquisa é usado nos cursos de medicina, biologia, química, física.
	Documental: é quando o estudo estiver baseado em materiais que não tiveram tratamento analítico oriundos de instituições públicas ou privadas, como, por exemplo, fotos, boletins, demonstrações contábeis publicadas, estatutos, decretos, dissídios, etc.
	Estudo de Caso: ocorre quando o estudo é direcionado a determinado assunto ou fenômeno de forma restrita, buscando um amplo e detalhado conhecimento sobre este assunto.
	<i>Expost-facto</i> : é quando o objetivo da pesquisa está baseado em dados ou fatos que já ocorreram, tornando-se impossível a alteração destes.

Quadro 4: Classificação da Pesquisa**Fonte:** Silva e Menezes (2001)

O delineamento desta pesquisa está baseado nas informações contidas no Quadro 4, o qual é objeto de descrição no decorrer desta seção.

Quanto à sua natureza, a pesquisa é classificada como aplicada, pois possui um caráter de aplicação prática, descrevendo as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas analisadas.

Já quanto à abordagem do problema, é classificada como quantitativa, por duas razões básicas:

- a) houve a utilização de dados numéricos os quais foram obtidos a partir das demonstrações contábeis das companhias brasileiras pesquisadas; e
- b) para análise dos dados, foram utilizadas técnicas estatísticas, sendo que a forma de tratamento dos dados está devidamente explicada no item 3.4 deste trabalho.

Quanto aos objetivos, o estudo é classificado como descritivo, pois foi realizada uma descrição sobre as alterações sofridas no Patrimônio Líquido das empresas brasileiras pesquisadas.

Finalmente, quanto aos procedimentos técnicos, esta pesquisa classifica-se em documental e *expost-facto*. Documental porque a fonte de dados desta pesquisa está baseada em documentos disponíveis das empresas estudadas, isto é, nas demonstrações contábeis publicadas no banco de dados da Economatica; *expost-*

facto porque se baseou em dados ocorridos anteriormente, não manipuláveis, oriundos das demonstrações contábeis já publicadas.

Em síntese, nesse estudo fez-se uso de pesquisa aplicada, quantitativa, descritiva, documental e *expost-facto*.

3.2 HIPÓTESES DE TRABALHO

Com a finalidade de conhecer as variações ocorridas no patrimônio das empresas estudadas, foram testadas as seguintes hipóteses:

H0: As variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas não estão associadas às variações financeiras.

H1: As variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas estão associadas às variações financeiras.

3.3 AMOSTRA

A amostra desta pesquisa compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto, que possuem ações negociadas na BOVESPA, exceto o segmento Instituições Financeiras, totalizando 519 empresas.

A escolha por esta amostra deu-se em virtude deste tipo de empresa (capital aberto) possuir um maior nível de informações disponíveis, bem como uma maior facilidade na acessibilidade aos seus dados, do que as demais empresas (capital fechado). Normalmente as de capital fechado são pequenas e médias empresas, em sua maioria, e estas não publicam suas demonstrações contábeis, o que dificulta um estudo sobre estes tipos de sociedades.

3.4 COLETA DOS DADOS

A coleta dos dados foi efetuada no banco de dados da Economatica. O período analisado nesta pesquisa foi de 31 de dezembro de 1986 a 31 de dezembro de 2007. A Economatica começou desde 1986 a divulgar as demonstrações contábeis das empresas, por isso esse estudo escolheu o período de 1986 a 2007, para contemplar todos os anos existentes neste banco de dados, até a data desta pesquisa.

No banco de dados da Economática foram coletadas as demonstrações contábeis anuais das empresas selecionadas, isto é, o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) e a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

Destas demonstrações foram extraídas todas as variáveis envolvidas nas variações do Patrimônio Líquido, como também as variáveis relacionadas à reavaliação de ativos das empresas pesquisadas.

Ainda no banco de dados da Economática foram coletados os setores os quais abrangem as empresas estudadas. O tipo de setor inicialmente utilizado foi o Setor NAICS/Nível 1, conforme é mostrado no Quadro 5 a seguir.

Setor NAICS/Nível 1
Agro e Pesca
Alimentos e bebidas
Comércio
Construção
Eletroeletrônicos
Energia Elétrica
Máquinas Industriais
Mineração
Minerais não Metálicos
Outros
Papel e Celulose
Petróleo e Gás
Química
Siderurgia e Metalurgia
Software e Dados
Telecomunicações
Têxtil
Transporte Serviços
Veículos e Peças

Quadro 5: Setores NAICS/ Nível 1

Fonte: Economática

No entanto, esta classificação apresentava uma divisão denominada “outros”, que não identificava os tipos de empresas contempladas.

As empresas que pertenciam ao setor “outros” foram reclassificadas entre os demais setores, com base nas informações disponíveis na base de dados da Economática. Além dessa reclassificação, dois outros setores foram criados (Indústria Manufatura e Serviços) para acomodar todas as companhias da amostra.

Portanto, as empresas contempladas nesta pesquisa foram classificadas nos seguintes setores, conforme se observa no Quadro 6.

Setor NAICS/Nível 1	Quantidade	Setor ECO	Quantidade
Agro e Pesca	5	Agro e Pesca	5
Alimentos e bebidas	45	Alimentos e bebidas	45
Comércio	26	Comércio	33
Construção	38	Construção	38
Eletroeletrônicos	20	Eletroeletrônicos	20
Energia Elétrica	54	Energia Elétrica	54
Máquinas Industriais	11	Indústria Manufatura	19
Mineração	12	Máquinas Industriais	11
Minerais não Metálicos	8	Mineração	12
Outros	61	Minerais não Metálicos	8
Papel e Celulose	10	Papel e Celulose	10
Petróleo e Gás	10	Petróleo e Gás	10
Química	40	Química	46
Siderurgia e Metalurgia	51	Serviços	24
Software e Dados	3	Siderurgia e Metalurgia	51
Telecomunicações	39	Software e Dados	3
Têxtil	39	Telecomunicações	42
Transporte Serviços	21	Têxtil	39
Veículos e Peças	26	Transporte Serviços	23
		Veículos e Peças	26
TOTAL	519		519

Quadro 6: Setores das Empresas

Fonte: Economática

O Quadro 7 foi elaborado com a finalidade de elucidar as variáveis utilizadas nesta pesquisa, apresentando uma síntese das informações coletadas.

Variáveis
Patrimônio Líquido
Lucro Líquido
Capital Social
Reservas de Capital
Reservas de Reavaliação
Reservas de Lucro
Lucros ou Prejuízos Acumulados
Futuros Aumento de Capital
Receita Operacional Líquida
Lucro Operacional – EBIT
Ativo Circulante
Ativo Total
Permanente Líquido
Depreciação Acumulada
Amortizações Acumuladas
Passivo Circulante

Quadro 7: Síntese das informações coletadas

Fonte: Economática

Cabe destacar que todas as informações coletadas, constantes no Quadro 7, foram extraídas do *site* da Economática.

Outro ponto a ser destacado sobre a coleta de dados é que todos os dados coletados visam descrever as variações ocorridas no patrimônio das empresas, bem

como verificar se houve reavaliação em seus ativos, além do impacto gerado em decorrência desta reavaliação em seus Patrimônios Líquidos.

Finalmente, os dados coletados foram corrigidos pela inflação, utilizando-se para tanto, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Após a coleta de dados, passou-se para a etapa seguinte desta pesquisa, que foi a aplicação de tratamentos e técnicas de análises de dados, os quais são tratados na seção seguinte deste Capítulo.

3.5 TRATAMENTO DOS DADOS

Para poder descrever as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas, bem como verificar o impacto das reavaliações nos seus patrimônios, foi necessário determinar as origens dessas variações.

Desta forma, os dados coletados foram tabulados no formato de dados em painel, buscando-se a formulação das demais variáveis necessárias à execução dos objetivos propostos neste trabalho.

Salienta-se que para esta formulação, a principal variável utilizada neste estudo é a variação do Patrimônio Líquido (?PL), definida como:

Equação n° 8:

$$?PL = (\text{Variação dos Lucros ou Prejuízos Acumulados} + \text{Variações das Reservas de Lucros}) + (\text{Variação no Capital Social} - \text{Dividendos} + \text{Variação das Reservas de Capital} + \text{Futuro Aumento de Capital} + \text{Variação da Reserva de Reavaliação});$$

Onde:

Variação dos Lucros ou Prejuízos Acumulados + Variações das Reservas de Lucros = variações do Patrimônio Líquido decorrentes de atividades operacionais da empresa (VOP).

Variação no Capital Social – Dividendos + Variação das Reservas de Capital + Futuro Aumento de Capital + Variação das Reservas de Reavaliação =

variações do Patrimônio Líquido decorrentes de atividades financeiras da empresa (VFIN).

Equação n° 9: $VOP + VFIN = VTPL$ (Variação Total do Patrimônio Líquido)

Sendo que:

Variação dos Lucros ou Prejuízos Acumulados = Lucro ou Prejuízo do exercício – Capitalização dos Lucros

Variação no Capital Social = Emissões – Recompras + Capitalização de Lucros

A partir das equações 8 e 9, é possível descrever se as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas são originárias de atividades operacionais, de atividades financeiras ou ainda se resultaram de ambas as atividades.

Porém, após a classificação das origens das variações, foram estabelecidas, na planilha de dados as demais variáveis necessárias ao cálculo destas variações. Logo foram criadas as demais variáveis. No entanto, salienta-se que as variáveis apresentadas nos Quadros 8 e 9 foram criadas com base nos dados coletados inicialmente, conforme descrição no Quadro 7.

Para uma melhor compreensão da nomenclatura das variáveis adotadas neste trabalho, os grupos a que pertencem, bem como suas origens, para efeito da análise de dados, podem ser consultados os Quadros 8, e 9 a seguir.

Variáveis Preliminares		
Nomenclaturas	Siglas	Origens
Patrimônio Líquido com reavaliação	PLCOM	É o somatório (Lucros ou Prejuízos Acumulados + Reservas de Lucros + Reservas de Reavaliação + Reservas de Capital + Futuros Aumento de Capital + Capital Social).
Patrimônio Líquido sem reavaliação	PLSEM	É o somatório (Lucros ou Prejuízos Acumulados + Reservas de Lucros + Reservas de Capital + Futuros Aumento de Capital + Capital Social).
Patrimônio Líquido Operacional com reavaliação	PLOCOM	É a soma das Reservas de Lucros com os Lucros ou Prejuízos Acumulados
Patrimônio Líquido Financeiro com reavaliação	PLFCOM	É a soma do Capital Social, das Reservas de Capital, das Reservas de Reavaliação e dos Futuros Aumento de Capital

Continua

Continuação

Nomenclaturas	Siglas	Origens
Patrimônio Líquido Total com reavaliação	PLTCOM	É a soma do PLOCOM com PLFCOM.
Patrimônio Líquido Operacional sem reavaliação	PLOSEM	Reservas de Lucros mais os Lucros ou Prejuízos Acumulados
Patrimônio Líquido Financeiro sem reavaliação	PLFSEM	É a soma do Capital Social, das Reservas de Capital e dos Futuros Aumento de Capital
Patrimônio Líquido Total sem reavaliação	PLTSEM	É a soma do PLOSEM com PLFSEM.

Quadro 8: Variáveis Preliminares

Fonte: A autora

As variáveis preliminares, constantes no Quadro 8, foram assim denominadas porque foram utilizadas somente como base para calcular as variáveis de caracterização das companhias deste trabalho. Cabe destacar a diferença existente entre as variáveis com a terminação “COM” (com reavaliação) ou “SEM” (sem reavaliação). As variáveis com reavaliação consideraram o valor das reservas de reavaliação, sendo que as variáveis sem reavaliação não as consideraram.

O Quadro 9 apresenta as variáveis de caracterização das empresas pesquisadas, bem como as variáveis de análise deste estudo.

Nomenclaturas	Siglas	Origens
Variáveis de Caracterização das Empresas		
Patrimônio Líquido com Reavaliação	PLCOM	Patrimônio Líquido extraído das demonstrações contábeis considerando as reavaliações
Patrimônio Líquido sem Reavaliação	PLSEM	Patrimônio Líquido desconsiderando as reavaliações.
Ativo Total com Reavaliação	ATIVOCOM	Ativo Total extraído das demonstrações contábeis.
Ativo Total sem Reavaliação	ATIVOSEM	Ativo Total diminuído o valor das reavaliações.
Receita Operacional Líquida	RECEITAS	Receita Operacional Líquida extraída das demonstrações contábeis.
Lucro Líquido	LL	Lucro Líquido extraído das demonstrações contábeis
Variáveis de Análise		
Varição Operacional com Reavaliação	VOPCOM	É a variação ocorrida no PLOCOM de um ano para o outro.
Varição Financeira com Reavaliação	VFINCOM	É a variação ocorrida no PLFCOM de um ano para o outro.
Varição Total do Patrimônio Líquido com Reavaliação	VTPLCOM	É a soma da VOPCOM com a VFINCOM.
Varição Operacional sem Reavaliação	VOPSEM	É a variação ocorrida no PLOSEM de um ano para o outro.
Varição Financeira sem Reavaliação	VFINSEM	É a variação ocorrida no PLFSEM de um ano para o outro.
Varição Total do Patrimônio Líquido sem Reavaliação	VTPLSEM	É a soma da VOPSEM com a VFINSEM.

Quadro 9: Variáveis Definitivas

Fonte: A autora

No Quadro 9 são apresentadas todas as variáveis definitivas, ou seja, aquelas que são objeto de estudo deste trabalho, mas entre estas foi estabelecida uma classificação, isto é, foram denominadas “variáveis de caracterização das empresas” e outras denominadas “variáveis de análise”.

Tal classificação tem a finalidade de melhor evidenciar e explicar tais variáveis no Capítulo de análise de dados.

Enfim, após estabelecidas as origens das variações do Patrimônio Líquido, as empresas foram classificadas por grupos, os quais dependerão dos resultados encontrados nas variações, conforme apresenta o Quadro 10.

?PL		Origens Financeiras	
		< 0	≥ 0
Origens Operacionais	< 0	Grupo I	Grupo II
	≥ 0	Grupo III	Grupo IV

Quadro 10: Diagrama da ?PL (Variações no Patrimônio Líquido)

Fonte: A autora

No Quadro 10, é possível se observar que, conforme o resultado das variações ocorridas no Patrimônio Líquido, as empresas analisadas se enquadraram em determinado grupo. Por exemplo, as empresas que se enquadrarem no Grupo I apresentaram variações no Patrimônio Líquido negativas, originárias simultaneamente de atividades operacionais e financeiras da empresa.

Após a classificação das empresas por grupos, conforme prevê o Quadro 10, foram aplicados aos dados os procedimentos estatísticos, os quais serão abordados na seção seguinte.

3.6 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

O teste realizado na amostra classificada no Quadro 10 foi o Teste Qui-Quadrado. Esse é um teste estatístico “aplicado quando estão em comparação dois ou mais grupos independentes, não obrigatoriamente do mesmo tamanho. A variável deve ser de mensuração nominal. O teste Qui-quadrado não tem equivalente nos paramétricos”, de acordo com Triola (1999).

Estes mesmos autores expõem que o Teste Qui Quadrado, simbolizado por χ^2 , é um teste de hipóteses que se destina a encontrar um valor da dispersão para

duas variáveis nominais, avaliando a associação existente entre variáveis qualitativas. É um teste estatístico não paramétrico, ou seja, não depende dos parâmetros populacionais, como média e variância.

O princípio básico deste método é comparar dados, isto é, as possíveis divergências entre as freqüências esperadas e as observadas para um respectivo evento. Freund (2006) destaca que este teste é utilizado para se identificar se a freqüência com que um determinado evento observado em uma amostra se desvia significativamente ou não da freqüência com que ele é esperado.

A partir destes dados foi formulada a Tabela de Contingência para a realização do Teste Qui-Quadrado. A Tabela de Contingência ou Tabela de Freqüência de Dupla Entrada é uma tabela em que as freqüências correspondem a duas variáveis, isto é, uma variável representa as linhas e a outra representa as colunas (TRIOLA, 1999).

A Tabela 1 revela a estrutura que se utilizou para o cálculo do Teste Qui-Quadrado.

Tabela 1: Tabela de Contingência: Origens das Variações do Patrimônio Líquido das Empresas Brasileiras negociadas na Bovespa, no período de 1986-2007

Variações Operacionais	Variações Financeiras		Total das Linhas (Freqs. Observadas)
	Negativas	Positivas	
Negativas	Freq. Observadas (Freq. Esperada) A_{11}	Freq. Observadas (Freq. Esperada) A_{12}	B
Positivas	Freq. Observadas (Freq. Esperada) A_{21}	Freq. Observadas (Freq. Esperada) A_{22}	C
Total das Colunas (Freq. Observadas)	D	E	Total Geral (F)

Na Tabela 1 é observada a estrutura do cálculo do Teste Qui-Quadrado, o qual está baseado na tabela de contingência. As freqüências foram calculadas com os dados encontrados no Quadro 10. Já as freqüências esperadas, calculadas a partir da seguinte fórmula:

Equação n°10:

$$\text{Freqüência Esperada} = [(\text{Total de linhas}) \times (\text{Total de colunas})] / \text{Total geral}$$

Por exemplo, para calcular a freqüência esperada deve-se:

$$A_{11} = \frac{(B \times D)}{F} \quad A_{12} = \frac{(B \times E)}{F} \quad A_{21} = \frac{(C \times D)}{F} \quad A_{22} = \frac{(C \times E)}{F}$$

O cálculo do Teste do Qui-quadrado e a Tabela de Contingência foram elaborados mediante a execução dos seguintes passos:

1º Passo – na Tabela 1 foram preenchidos os dados observados, encontrados segundo o Quadro 10, os quais são denominados de freqüências observadas.

2º Passo – com base na Tabela de Contingência foram calculadas as freqüências esperadas. Esses cálculos se deram através da fórmula específica do Teste Qui-Quadrado. Desta forma, verificaram-se dentro dos quatro grupos estabelecidos no Quadro 10 os prováveis resultados, isto é, qual a probabilidade de acontecer cada quadrante do referido Quadro.

3º Passo – após calcular os dados observados e as freqüências esperadas, partiu-se efetivamente para o cálculo do Teste Qui-Quadrado, sendo utilizada a seguinte fórmula:

$$\text{Equação n}^\circ 11 : \chi^2 = \sum \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$$

Onde: O_{ij} = dados ou freqüências observadas

E_{ij} = freqüências esperadas

χ^2 = Qui-quadrado

i = linha

j = coluna

4º Passo – após o cálculo do Teste do Qui-Quadrado (χ^2), foram estabelecidos o nível de significância e os graus de liberdade desta pesquisa. Para obtenção desses graus, procedeu-se o seguinte cálculo:

$$\text{Equação n}^\circ 12: gl = (i - 1) (j - 1)$$

Onde: gl = graus de liberdade

i = número de linha

j = número de colunas

Com base na equação dos graus de liberdade e na Tabela 1 (Tabela de Contingência), foram calculados os graus de liberdade, obtendo o resultado de 1 grau de liberdade.

Já um Nível de Significância de 5% foi adotado neste teste, pois normalmente é o nível recomendado a ser utilizado em pesquisas científicas (TRIOLA,1999).

Após conhecidos os graus de liberdade e o nível de significância buscou-se, por meio da Tabela de Distribuição do Qui-Quadrado, o valor crítico correspondente ao nível de significância de 5% para 1 grau de liberdade, obtendo-se o valor crítico de 3,841.

Desta forma, após conhecido o valor crítico tabelado e o resultado do χ^2 calculado, confrontam-se os resultados. Caso o χ^2 calculado for menor que o χ^2 tabelado, não é possível rejeitar a hipótese nula, ou seja, as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas não estão associadas às variações financeiras.

No entanto, se o resultado do χ^2 calculado for maior e/ou igual a χ^2 tabelado, rejeita-se H_0 e, conseqüentemente, aceita-se a hipótese alternativa. Desta forma, supõe-se que as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas estão associadas às variações financeiras. Enfim, tais resultados são apresentados no capítulo seguinte.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Este Capítulo apresenta a análise dos dados coletados, segregados em cinco seções: (a) composição da amostra por setor; (b) análise descritiva da amostra; (c) análise das variáveis, (d) análise das matrizes de correlação, (e) análise e interpretação dos resultados mediante a aplicação do Teste Qui-Quadrado.

4.1 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR

Na Tabela 2 são observadas as empresas pesquisadas neste estudo, discriminadas por setor, aplicando-se a estatística descritiva.

Tabela 2: Empresas por Setor

Setor ECO	Total	%
Energia Elétrica	54	10,40
Siderurgia & Metalurgia	51	9,83
Química	46	8,86
Alimentos e Bebidas	45	8,67
Telecomunicações	42	8,09
Têxtil	39	7,51
Construção	38	7,32
Comercio	33	6,36
Veículos e peças	26	5,01
Serviços	24	4,62
Transporte Serviços	23	4,43
Eletroeletrônicos	20	3,85
Indústria Manufatureira	19	3,66
Mineração	12	2,31
Máquinas Industriais	11	2,12
Papel e Celulose	10	1,93
Petróleo e Gás	10	1,93
Minerais não Metálicos	8	1,54
Agro e Pesca	5	0,96
Software e Dados	3	0,58
Total Geral	519	100,00

A Tabela 2 se propõe a demonstrar mais detalhadamente a composição das empresas que compuseram a amostra desta pesquisa, bem como o percentual de atuação de cada setor em relação à totalidade das empresas. Conforme se verifica, a referida amostra foi composta por 519 empresas, a qual comportou 20 setores, coletados da Economia, classificados segundo o NAICS. É possível observar, ainda, que as empresas representadas neste estudo não possuem uma concentração em determinado setor e, desta forma, se encontram pulverizadas pelos diversos setores, apresentando maior concentração no setor de energia

elétrica (10,40%), seguido pelo grupo de siderurgia e metalurgia (9,83%), química (8,86%), e alimentos e bebidas (8,67%). Com exceção do setor de telecomunicações (8,09%), os demais estão abaixo de 8,00% de representatividade na amostra. Outro fato que merece consideração é o setor de *software* e dados que tem o menor percentual de representatividade da amostra, com apenas 3 empresas.

4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA

Esta seção tem por finalidade revelar maiores detalhes sobre os dados coletados, bem como os resultados encontrados após a aplicação de procedimentos estatísticos na amostra.

Inicialmente, são expostas abordagens sobre o número de observações anuais analisadas neste estudo; posteriormente são apresentadas as estatísticas descritivas adotadas e por fim, são comentadas as matrizes de correlações elaboradas.

Conforme mencionado na Introdução deste estudo, o objetivo principal do mesmo é descrever as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas da amostra, em um período de 22 anos, ou seja, de 31 de dezembro de 1986 a 31 de dezembro de 2007. Com o propósito de atingir tal objetivo, a Tabela 3 apresenta o número de observações analisadas por ano, bem como o percentual que estas informações representaram na totalidade da amostra.

Tabela 3: Número de observações por ano.

Ano	N° Observações	%
1987	162	2,95
1988	177	3,23
1989	193	3,52
1990	196	3,57
1991	195	3,55
1992	199	3,63
1993	196	3,57
1994	205	3,74
1995	241	4,39
1996	250	4,56
1997	255	4,65
1998	303	5,52
1999	359	6,54
2000	347	6,33

Continua

Continuação		
Ano	N° Observações	%
2001	332	6,05
2002	327	5,96
2003	315	5,74
2004	309	5,63
2005	303	5,52
2006	304	5,54
2007	318	5,80
Total	5.486	100,00

Conforme se observa na Tabela 3, 5.486 informações serviram de amostra para descrever as variações totais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas observadas. Porém, ao examinar a amostra em questão, e verificando o período e o total de empresas, a estimativa era de se obter um número maior de informações, pois se todas possuíssem informações para o período pesquisado, a amostra totalizaria 11.418 observações.

Essa redução ocorreu em virtude de que nem todas as empresas possuem informações para o intervalo de tempo analisado. Este fato ocorreu porque muitas empresas abriram seu capital no decorrer desse período, não necessariamente em 1986, ou seja, o primeiro ano da amostra; outro motivo deste fato foi que muitas empresas não estão com seus dados completos em todos os anos, em virtude de publicar informações inconsistentes contabilmente.

As privatizações ocorridas nos segmentos de empresas de energia elétrica e telecomunicações também foram fatores contribuintes para a diminuição do número de informações da amostra analisada. Estes exemplos reduzem um determinado número de empresas a apenas uma, e a partir da junção, apenas a empresa criada publica suas demonstrações, ficando as demais sem informações divulgadas a partir deste acontecimento. Por exemplo, a junção da Brahma e Antarctica que originou a Ambev.

Na Tabela 3 é possível observar que os dados vêm apresentando um crescimento na maioria dos anos; pequeno, mas perceptível. Note que as empresas que constavam no ano de 1986 não apresentaram dados suficientes para poder mensurar suas variações no Patrimônio Líquido, isto é, as demonstrações financeiras de 1985. Por isso, estas representaram um percentual de 0% das observações em relação à totalidade da amostra coletada, por isso não foram incluídas na Tabela 3.

Já o ano que apresentou o maior número de informações foi o de 1999 (6,54%), seguido pelos anos de 2000 (6,33%); 2001 (6,05%); e 2002 (5,96%). Percebe-se que este período — 1999 a 2002 — foi a época em que mais empresas tiveram o maior número de informações divulgadas de forma consistente, suficiente para poder medir suas variações de Patrimônio Líquido.

Em síntese, é possível afirmar que, apesar desta amostra possuir um volume de dados inferior ao esperado, as observações constantes na Tabela 3 foram suficientes para descrever 5.486 exemplos de variações do Patrimônio Líquido das empresas brasileiras referentes ao período de 1986 a 2007.

4.3 ANÁLISE DAS VARIÁVEIS DEFINITIVAS

Após a abordagem sobre as observações que compuseram a amostra desta pesquisa, parte-se para a caracterização das variáveis utilizadas neste trabalho, mediante a aplicação de estatísticas descritivas. Tais variáveis são mostradas nas Tabelas 4 e 5.

Tabela 4: Caracterização das Variáveis

Variáveis / Medidas Estatísticas	Número de observações	Média	Mediana	Valor Máximo	Valor Mínimo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação (%)
PLCOM	6.146	1.703.940.040,00	281.956.000,00	156.538.820.000,00	-8.892.031.000,00	7.746.453.280,00	454,62
PLSEM	6.146	1.598.314.100,00	240.768.000,00	155.643.737.000,00	-8.892.031.000,00	7.653.120.690,00	478,82
ATIVOCOM	6.147	3.665.526.120,00	643.013.000,00	243.641.325.000,00	3.000,00	14.489.860.310,00	395,30
ATIVOSEM	6.147	3.559.917.370,00	594.203.000,00	242.694.936.000,00	-8.551.000,00	14.392.373.760,00	404,29
RECEITAS	5.962	1.835.501.100,00	481.618.000,00	177.736.685.000,00	-468.000,00	6.182.238.830,00	336,81
LL	6.132	110.757.340,00	8.206.500,00	28.210.487.000,00	-4.768.774.000,00	958.351.090,00	865,27

A análise da Tabela 4 está fragmentada em 2 abordagens: (a) análise de forma geral, expondo quais componentes e observações foram mostradas na Tabela; e (b) análise por variável em relação a cada medida estatística.

a) Conforme mencionado anteriormente, a Tabela 4 foi elaborada com o propósito de revelar as características das seis variáveis de caracterização das empresas nesta pesquisa (PLCOM, PLSEM, ATIVOCOM, ATIVOSEM, RECEITAS, LL), bem como as seis medidas estatísticas escolhidas (média, mediana, valor máximo, valor mínimo, desvio padrão e covariância) para revelar o perfil dos dados coletados neste estudo.

Um fato importante a ser mencionado é que o desvio padrão dos dados constantes nas variáveis descritas na Tabela 4 apresentou-se bastante elevado. Isto ocorreu porque esta amostra envolveu vários segmentos industriais, bem como empresas de diferentes portes, o que pode ser percebido através da variável RECEITAS.

b) A primeira variável a ser analisada é a variável PLCOM, que consta de 6.146 dados, revelando que o valor médio do Patrimônio Líquido das empresas que fizeram reavaliação de seus ativos é de R\$ 1.703.940.040,00. No entanto, os dados que formaram a amostra desta variável apresentam um coeficiente de variação de 454,62%, evidenciando grande oscilação entre os patrimônios encontrados. Isto quer dizer que o valor do Patrimônio Líquido das empresas que realizaram reavaliações está variando 454,62% em relação ao valor médio. Tal afirmativa é confirmada ao ser analisada a grande diferença encontrada entre o valor máximo do Patrimônio Líquido das empresas (R\$ 156.538.820.000,00) e o valor mínimo (–R\$ 8.892.031.000,00), constante nesta variável.

Já na variável PLSEM observou-se o mesmo número de informações da PLCOM, porém apresentando um valor médio de Patrimônio Líquido inferior, totalizando R\$ 1.598.314.100,00. Isso mostra que a reavaliação de ativos altera o valor do PL. Surge, então, o questionamento de até que ponto esta nova avaliação patrimonial pode alterar significativamente o valor de uma empresa. Os dados analisados nesta variável também revelaram uma grande dispersão, pois apresentaram um coeficiente de variação de 478,82% em relação ao valor médio de Patrimônio Líquido, superando a variável PLCOM.

Na variável ATIVOCOM foram analisadas 6.147 informações, sendo constatado que as empresas com reavaliação de ativos apresentaram um valor

médio de Ativo Total de R\$ 3.665.526.120,00, e possuem um grande desvio padrão, pois mostram um coeficiente de variação de 395,30%, ou seja, o valor do Ativo Total das empresas com reavaliações variou 395,30% em relação ao valor médio destacado.

Outro ponto relevante a ser observado sobre o Ativo Total das empresas da amostra é o valor mínimo encontrado deste grupo, que foi de R\$ 3.000,00. Isto justifica o grande desvio padrão dos dados, pois o valor máximo encontrado para este grupo foi de R\$ 243.641.325.000,00.

Foi analisado o mesmo número de dados da ATIVOCOM na variável ATIVOSEM, sendo que algumas diferenças foram percebidas, como uma redução no valor médio de Ativo Total das empresas que não realizam reavaliações de seus ativos, totalizando o valor de R\$ 3.559.917.370,00. Outro ponto de grande importância percebido nos dados desta variável foi o aparecimento de um valor mínimo de Ativo Total negativo de -R\$ 8.551.000,00. Isso revela que nesta amostra existe pelo menos uma empresa a qual se desconsiderado o valor referente a reavaliação de seus ativos, apresenta o grupo Ativo Total negativo. Logo, observa-se a importância da metodologia destas reavaliações de ativos, pois pode mudar significativamente a situação patrimonial de uma empresa. Mediante este valor negativo observa-se o relevante impacto da reavaliação de ativos no patrimônio de uma empresa.

Outra variável mostrada na Tabela 4 foi RECEITAS, a qual teve a finalidade de associar o faturamento (ingresso de receita) ao tamanho das empresas analisadas, procurando mostrar o nível de faturamento obtido pelas sociedades da amostra. Esta variável revelou que o valor médio de receitas obtidas pelas empresas foi de R\$ 1.835.501.100,00, numa amostra de 5.962 informações. Esta variável também revelou um grande desvio padrão entre seus dados, o que gerou um coeficiente de variação de 336,81% em relação ao faturamento médio das empresas analisadas, o qual pode ser observado entre o seu valor máximo e mínimo. Cabe destacar que esta variável apresentou um valor mínimo negativo de -R\$ 468.000,00; porém ao investigarmos os dados da amostra encontramos apenas duas empresas apresentando esta variável com valores negativos, sendo a empresa Cofap no ano 2000, no valor de -R\$ 468.000,00; e a Lighpar no mesmo ano, no valor de -R\$ 150.000,00. Em virtude de serem apenas duas observações numa amostra de 5962 informações, optou-se por não excluir estes dados da pesquisa.

O LL foi outra variável apresentada na Tabela 4. Analisadas 6.132 observações, foi constatado que o valor médio de Lucro Líquido obtido pelas empresas brasileiras de capital aberto da amostra é de R\$ 110.757.340,00. Este valor torna-se baixo em virtude da amostra apresentar empresas de ramos de negócios e faturamentos diferenciados. Isto pode ser percebido pelo coeficiente de variação encontrado nesta variável, de 865,27%. Esse fato mostra que os valores de Lucros Líquidos desta amostra estão variando mais que 860,00% em relação ao valor médio de LL apresentado. Tal fato pode ser percebido se comparados o valor máximo e o valor mínimo encontrados, respectivamente, de R\$ 28.210.487.00,00 e de -R\$ 4.768.774.000,00 (prejuízo). Cabe ressaltar que esta variável apresentou o maior nível de dispersão dos seus dados em relação ao seu valor médio, apresentados na Tabela 4.

Foi possível perceber que a maioria das variáveis apresenta uma grande dispersão nos dados, o que pode ser gerado por vários fatos como valores extremos ou valores mínimos, decorrentes da amostra, apresentando segmentos empresariais diferenciados, idades diferentes de atuação empresarial no mercado, bem como empresas com tamanhos distintos. No entanto, a opção foi por não extrair os *Outliers* da amostra, pois não se realizou testes paramétricos. Os testes realizados neste estudo não estão baseados na média, nem mesmo no desvio padrão da amostra, fato este que distorceria os resultados.

Após apresentar as características da amostra desta pesquisa, mediante as variáveis de caracterização das empresas, são analisadas as variáveis de análise, isto é, as variáveis principais deste estudo, as quais descrevem as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas estudadas, conforme se pode observar na Tabela 5.

Tabela 5: Variáveis de Análise sobre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas

Dados/ Variáveis	VOPCOM	VFINCOM	VTPLCOM	VOPSEM	VFINSEM	VTPLSEM
Número de Observações	5.486	5.486	5.486	5.486	5.486	5.486
Média	16.370.100,00	40.949.550,00	57.319.650,00	16.370.100,00	44.055.360,00	60.425.460,00
Mediana	617.500,00	-5.182.000,00	-1.807.500,00	617.500,00	-3.532.000,00	-687.500,00
Valor Máximo	16.701.372.000,00	62.334.141.000,00	75.922.067.000,00	16.701.372.000,00	66.110.050.000,00	79.697.976.000,00
Valor Mínimo	-15.893.084.000,00	-42.349.162.000,00	-32.006.850.000,00	-15.893.084.000,00	-41.454.079.000,00	-31.111.767.000,00
Desvio Padrão	726.045.330,00	1.447.929.150,00	1.712.596.720,00	726.045.330,00	1.437.740.040,00	1.718.949,640,00
Coeficiente de Variação	4.435,19	3.535,89	2.987,80	4.435,19	3.263,49	2.844,74

A Tabela 5 tem por finalidade descrever as características sobre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas, detalhando-se entre variações operacionais, financeiras e totais, sendo que destes três tipos ainda se detalha se estas variações consideram reavaliação ou não, numa amostra de 5.486 informações.

A variável VOPCOM revela as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas considerando a reavaliação de ativos e a VOPSEM mostra estas mesmas variações, porém desconsiderando tais reavaliações. No entanto, como a reavaliação de ativos pouco influencia as contas que compõem as variações operacionais (lucro ou prejuízo e reservas de lucros) do Patrimônio Líquido, estas apresentam praticamente os mesmos resultados, revelando que as variações operacionais das empresas desta amostra possuem um valor médio aproximado de R\$ 16.370.100,00. No entanto, observa-se que estas variações apresentam uma grande dispersão sobre este valor, pois revelam um coeficiente de variação de 4.435,19%. Esta volatilidade no valor destas variações pode ser confirmada através do valor máximo encontrado nestas variáveis que foi de R\$ 16.701.372.000,00, e o valor mínimo apresentado como variação operacional do Patrimônio Líquido das empresas, que foi de -R\$ 15.893.084.000,00.

Já a VFINCOM evidencia as variações financeiras do Patrimônio Líquido das empresas analisadas, que efetuaram reavaliação de seus ativos. Esta variação apresentou um valor médio bem superior ao valor das variáveis anteriores (VOPCOM e VOPSEM), totalizando R\$ 40.949.550,00. Isto significa que o valor das variações financeiras supera as variações operacionais ocorridas, mas também apresenta grande oscilação entre seus dados, pois revelou um coeficiente de variação de 3.535,89% em relação ao seu valor médio.

Esta dispersão no valor das variações financeiras de empresas que reavaliaram seus ativos pode ser observada entre o valor máximo encontrado desta variação (R\$ 62.334.141.000,00) e o seu valor mínimo (-R\$ 42.349.162.000,00).

A VTPLCOM destaca as variações totais ocorridas no Patrimônio Líquido das sociedades que compõem a amostra pesquisada, ou seja, é o somatório das VOPCOM e das VFINCOM.

Analisando esta variável, observa-se que a variação do Patrimônio Líquido das empresas brasileiras da amostra apresenta um valor médio de R\$ 57.319.650,00, variando desde R\$ 75.922.067.000,00 (valor máximo) até o valor de

–R\$ 32.006.850.000,00 (valor mínimo). Isto confirma o elevado percentual encontrado no coeficiente de variação desta variável, revelando 2.987,80% de dispersão entre o valor médio das variações financeiras de empresas que optaram em reavaliar seus ativos.

Já a VFINSEM evidencia as variações financeiras ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas existentes na amostra, as quais não realizaram reavaliação de seus ativos. Nesta variável, foi possível perceber que o valor médio desta variação encontra-se em torno de R\$ 44.055.360,00. No entanto, observa-se que, apesar das empresas não estarem com os seus ativos reavaliados, apresentaram um valor médio desta variação superior as VFINCOM, bem como o valor máximo encontrado na VFINSEM (R\$ 66.110.050.000,00). Este tipo de variação do Patrimônio Líquido também apresenta dispersão, revelando um coeficiente de variação de 3.263,49% em relação ao seu valor médio.

E como última variável analisada da Tabela 5, a VTPLSEM mostra o total das variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas estudadas, desconsiderando a reavaliação dos seus ativos. Observa-se que o valor médio destas variações é de R\$ 60.425.460,00. Em virtude da dispersão dos dados decorrentes das VOPSEM e das VFINSEM, esta variação também apresenta oscilação entre os valores analisados, pois apresenta um valor máximo de VTPLSEM de R\$ 79.697.976.000,00 e um valor mínimo de –R\$ 31.111.767.000,00. Tal dispersão nos dados é confirmada pelo coeficiente de variação obtido nesta variável, em relação ao seu valor médio, que foi de 2.844,74%.

Enfim, após se conhecer os setores que compõe a amostra estudada, a quantidade de observações analisadas anualmente, as características das variáveis preliminares, bem como descrever as variações ocorridas no PL das empresas pesquisadas, parte-se para a verificação da existência ou não de correlação entre as variáveis utilizadas neste trabalho.

4.4 ANÁLISE DAS MATRIZES DE CORRELAÇÃO

Inicialmente são analisadas as correlações existentes entre as variáveis, conforme pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6: Matriz de Correlação das Variáveis

Variáveis	PLCOM	PLSEM	ATIVOCOM	ATIVOSEM	RECEITAS	LL
PLCOM	1,0000					
PLSEM	0,9977	1,0000				
ATIVOCOM	0,9630	0,9608	1,0000			
ATIVOSEM	0,9618	0,9621	0,9993	1,0000		
RECEITAS	0,6122	0,6089	0,7048	0,7040	1,0000	
LL	0,5528	0,5569	0,6219	0,6247	0,8369	1,0000

Antes de analisar a Tabela 6, cabe lembrar que correlação é a medida estatística que procura determinar se existe alguma relação entre duas variáveis, mediante a medida denominada coeficiente de correlação linear (r). Os resultados da correlação podem variar entre -1 e +1, sendo considerada uma correlação moderada quando o “r” for acima de 0,50 e uma correlação forte quando o “r” for maior que 0,70 (TRIOLA, 1999).

A variável PLCOM apresenta correlação forte com PLSEM, ATIVOCOM, ATIVOSEM, pois evidencia um $r > 0,70$. Isto se justifica porque a variável PLCOM refere-se ao Patrimônio Líquido, incluindo a reavaliação em seus ativos, e a PLSEM refere-se ao mesmo Patrimônio Líquido, porém excluídos os valores referentes às reservas de reavaliação. Desta forma, por se referirem ao mesmo grupo de contas, apresentam uma correlação elevada. De igual valor, a variável ATIVOCOM (0,9630) e ATIVOSEM (0,9618) também apresentaram este mesmo tipo de correlação, sendo justificável, já que o grupo Ativo é um dos componentes que formam o Patrimônio Líquido, conforme mostra a equação a seguir:

$$\text{Equação n}^\circ \text{ 14: PL} = \text{ATIVO} - \text{PASSIVO}$$

Outras variáveis também apresentaram correlação com a PLCOM: RECEITAS e LL, porém na forma moderada, pois evidenciaram um coeficiente de correlação linear de 0,6122 e 0,5528, respectivamente. Isso mostra que tanto as Receitas Operacionais como o Lucro Líquido do exercício apresentam relação com o valor do Patrimônio Líquido das empresas que reavaliaram seus ativos. Mas isso já era esperado, pois são contas relacionadas com o resultado do exercício, logo, influenciam o valor que é pertencente aos proprietários das empresas, isto é, o valor alocado no grupo de contas Patrimônio Líquido.

Quanto à variável PLSEM, foi constatado que esta revelou a existência de forte correlação com as variáveis ATIVOCOM e ATIVOSEM, pois apresentaram um

coeficiente de correlação linear superior a 0,70, ou seja, 0,9608 e 0,9621, nesta ordem. Assim, é possível perceber que o Patrimônio Líquido das empresas que não reavaliaram seus ativos apresenta relação forte com o valor total do ativo das empresas que reavaliaram e as que não reavaliaram seus ativos. Tal correlação é esperada, pois é o grupo de contas do Patrimônio Líquido que representa, na contabilidade, uma das fontes de recursos da empresa, originárias dos recursos oriundos dos sócios das mesmas. O grupo de contas Ativo é o grupo destinado à aplicação desses recursos, sendo através desta aplicação que se espera aumentar a riqueza dos acionistas ou proprietários das empresas, ou seja, aumentar o Patrimônio Líquido das sociedades, sendo justificada uma correlação forte entre essas variáveis.

As variáveis RECEITAS e LL também apresentaram correlação com a variável PLSEM, porém de forma moderada, mostrando um coeficiente de correlação linear de 0,6089 e 0,5569, respectivamente. Essa relação é confirmada porque as receitas operacionais das empresas, bem como o lucro líquido do exercício, são registradas no grupo de contas Patrimônio Líquido, ou seja, são contas que influenciam o seu valor total.

Analisando a variável ATIVOCOM, pode ser percebida a correlação forte entre a ATIVOSEM e as RECEITAS. A primeira evidenciou um $r = 0,9993$. Isto ocorre porque tanto o ATIVOCOM como o ATIVOSEM são o mesmo grupo de contas, com a diferença que a ATIVOCOM corresponde às empresas que reavaliaram seus ativos e a ATIVOSEM, ao mesmo valor, porém excluídos os valores referentes à reavaliação dos ativos. Já a segunda revelou um coeficiente de correlação linear de 0,7048. Esta correlação alta se dá em virtude do grupo de contas do Ativo, na contabilidade, ser o grupo que registra as contas contrapartidas das Receitas Operacionais, ou seja, uma pode ingressar na empresa de forma à vista (grupo disponibilidades) ou a prazo (direitos a receber).

As variáveis ATIVOCOM e ATIVOSEM também mostraram existência de correlação moderada com a variável LL, pois apresentaram um $r > 0,50$, ou seja, 0,6219 e 0,6247, respectivamente. A relação existente entre essas duas variáveis é percebida pois, os valores registrados no Ativo estão relacionados com os Lucros Líquidos do exercício, uma vez que os lucros ou prejuízos são obtidos através do confronto entre as receitas e as despesas do período. Logo, é possível afirmar que todos os registros de receitas na contabilidade têm sua contrapartida no grupo de

contas Ativo e todas as despesas e/ou custos obrigatoriamente envolveram, de forma imediata ou não, um desembolso financeiro, o qual será oriundo das contas existentes no Ativo da empresa. Dessa forma é que se realiza a relação existente entre estas três variáveis.

Já a variável ATIVOSEM, que representa os valores do ativo total das empresas sem a reavaliação, revelou forte correlação com a variável RECEITAS, pois apresentou um coeficiente de correlação linear de 0,7040. Esta relação ocorre pelo mesmo motivo já explicado na variável ATIVOCOM com esta mesma variável, diferenciando apenas o fato de que na variável ATIVOSEM foram excluídos os valores da reavaliação dos ativos do valor do ativo total das sociedades.

Após analisar a correlação existente nas variáveis preliminares, é possível chegar à verificação de correlação entre as variáveis descritivas, ou seja, aquelas que descrevem as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas da amostra. Tal correlação pode ser visualizada na Tabela 7.

Tabela 7: Matriz de Correlação das Variações do Patrimônio Líquido

Variáveis	VOPCOM	VFINCOM	VTPLCOM	VOPSEM	VFINSEM	VTPLSEM
VOPCOM	1,0000					
VFINCOM	0,1471	1,0000				
VTPLCOM	0,5483	0,9078	1,0000			
VOPSEM	1,0000	0,1471	0,5483	1,0000		
VFINSEM	0,1727	0,9784	0,9004	0,1727	1,0000	
VTPLSEM	0,5668	0,8805	0,9847	0,5668	0,9094	1,0000

Na Tabela 7 podem ser identificadas as variáveis que possuem correlação moderada e correlação forte, isto é, possuem alguma associação entre elas.

Como este trabalho visa estudar as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas constantes na amostra, foram elaboradas novas tabelas com base na Tabela 7, com a finalidade de melhor evidenciar as correlações existentes entre as variáveis.

Na Tabela 8 são confrontadas as correlações percebidas entre as variáveis que envolvem as variações operacionais (VOPCOM e VOPSEM) e as variações financeiras (VFINCOM e VFINSEM).

Tabela 8: Relação das Variações Financeiras e Variações Operacionais do PL

Variáveis	VFINCOM	VFINSEM
VOPCOM	0,1471	0,1727
VOPSEM	0,1471	0,1727

Nesta identificação foi possível perceber que as variações operacionais do PL (VOPCOM e VOPSEM) não apresentaram correlação com as variações financeiras (VFINCOM e VFINSEM), ou seja, nem moderada e nem forte, demonstrando coeficientes de correlação linear inferiores a 0,50. Analisada a Tabela 7, é constatado que ambas apenas evidenciam correlação com as variações totais do Patrimônio Líquido das empresas (VPLCOM e VPLSEM).

Conforme descrito no Capítulo 3 (metodologia) deste trabalho, a variação total do Patrimônio Líquido é formada pelo somatório das variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido com as variações financeiras das empresas. Diante disso, foi constatado que o valor total das variações do Patrimônio Líquido das empresas analisadas está fortemente relacionado com as variações financeiras, tanto das observações que incluem a reavaliação, quanto as observações que tiveram esta reavaliação excluída do Patrimônio Líquido.

Na Tabela 9 são detalhadas apenas as variações financeiras e as variações totais do Patrimônio Líquido, para melhor percepção da forte relação existente entre essas variações.

Tabela 9: Correlações das Variações Financeiras e Variações Totais do PL

Variáveis	VFINCOM	VFINSEM
VTPLCOM	0,9078	0,9004
VTPLSEM	0,8805	0,9094

Constata-se que todas as variáveis apresentam um coeficiente de correlação linear superior a 0,70 mostrando, assim, uma forte relação entre as variações financeiras e as variações totais do Patrimônio Líquido das empresas da amostra.

Já as variações operacionais estão apresentadas na Tabela 10, para melhor visualização das correlações existentes com as variações totais do Patrimônio Líquido da amostra.

Tabela 10: Correlações das Variações Operacionais e Variações Totais do PL

Variáveis	VOPCOM	VOPSEM
VTPLCOM	0,5483	0,5483
VTPLSEM	0,5668	0,5668

Conforme pode ser observado, as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas, tanto aquelas que incluem reavaliação como as que estão com o valor dessa reavaliação excluídos do seu montante, apresentaram correlação moderada, ou seja, um coeficiente de correlação linear superior a 0,50.

Enfim, com o propósito de atingir o terceiro objetivo específico deste estudo, procurou-se verificar se existia alguma relação entre as variações operacionais e as variações financeiras do Patrimônio Líquido das empresas analisadas. Contudo, por meio desta medida de análise (r) ficou entendido que a associação entre essas variações é baixa.

Por essa razão é apresentada a última seção deste Capítulo, a aplicação do Teste Qui-Quadrado, o qual tem o objetivo de verificar, entre as empresas dessa amostra, a existência ou não de associação entre as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido e as variações financeiras encontradas no período.

4.5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS ATRAVÉS DA APLICAÇÃO DO TESTE QUI-QUADRADO

Esta seção tem por finalidade atingir o terceiro objetivo específico desta pesquisa, o qual se propõe verificar se existe associação entre as variações operacionais e as variações financeiras ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas que formam a amostra. Para tanto, foi realizado o Teste Qui-Quadrado (χ^2) com base na totalidade das observações coletadas sobre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas estudadas.

Conforme descrito no terceiro Capítulo deste trabalho, o Teste Qui-Quadrado foi realizado com:

- a) 5.486 observações;
- b) 1 grau de liberdade;
- c) nível de significância a 5%;
- d) valor crítico de 3,841.

Além disso, o teste foi elaborado procurando evidenciar se existe associação ou não entre estes dois tipos de variações do Patrimônio Líquido (operacionais e financeiras), dando ênfase separadamente às observações que incluíram

reavaliação de ativos, daquelas que tiveram o valor referente às reavaliações de ativos excluídos do montante do seu Patrimônio Líquido.

Inicialmente, é verificada a amostra que inclui a reavaliação, conforme demonstra a Tabela 11.

Tabela 11: Tabela de Contingência da Amostra com Reavaliação

Variações	Variações Operacionais Positivas	Variações Operacionais Negativas	TOTAL
Variações Financeiras Positivas	878 (a11)	961 (a12)	1.839
Variações Financeiras Negativas	1.982 (a21)	1.665 (a22)	3.647
TOTAL	2.860	2.626	5.486

Com base nas freqüências observadas, parte-se em busca das freqüências esperadas, com base na Equação 10, a seguir:

Equação n° 10:

$$\text{Freqüência Esperada} = \frac{(\text{Total de linhas}) \times (\text{Total de colunas})}{\text{Total geral}}$$

A partir da equação n° 10, são calculadas as freqüências esperadas:

$$(a_{11}) = (1.839 \times 2.860)/5.486 = 958,72$$

$$(a_{12}) = (1.839 \times 2.626)/5.486 = 880,28$$

$$(a_{21}) = (3.647 \times 2.860)/5.486 = 1.901,28$$

$$(a_{22}) = (3.647 \times 2.626)/5.486 = 1.745,72$$

Após o cálculo das freqüências esperadas, é calculado o χ^2 .

Equação n° 11: $\chi^2 = \sum \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$

Onde: O_{ij} = freqüências observadas

E_{ij} = freqüências esperadas

χ^2 = Qui-quadrado

i = linha

j = coluna

Ao calcular o χ^2 , foi possível se obter o valor de:

$$\chi^2 = \{[(878 - 958,72)^2] / 958,72\} + \{[(961 - 880,28)^2] / 880,28\} + \{[(1.982 - 1.901,28)^2] / 1901,28\} + \{[(1.665 - 1.745,72)^2] / 1745,72\}$$

$$\chi^2 = 6,80 + 7,40 + 3,43 + 3,73$$

$$\chi^2 = 21,36$$

Com o valor do χ^2 calculado (21,36) e o valor do χ^2 tabelado, ou seja, o valor crítico (3,841), é possível se observar que a hipótese nula deste trabalho está rejeitada, pois o χ^2 calculado foi maior que o χ^2 tabelado, isto é, nossa amostra encontra-se fora da área de aceitação da hipótese nula. A significância desta estatística é de 0,0000038. Com esse resultado, é possível afirmar que as variações operacionais ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas constantes na amostra apresentam associação com as variações financeiras estudadas, ou seja, existe sim uma relação entre estas variações.

O Teste Qui-Quadrado é realizado após essa verificação, analisando-se as empresas que tiveram os valores referentes às reavaliações excluídos dos seus Patrimônios Líquidos ou que realmente não realizaram reavaliação dos seus ativos.

A referida análise também está baseada nos seguintes dados:

- e) 5.486 observações;
- f) 1 grau de liberdade;
- g) nível de significância a 5%;
- h) valor crítico de 3,841.

A Tabela 12 evidencia as variações operacionais e financeiras ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas que não consideraram o valor das reavaliações no mesmo.

Tabela 12: Tabela de Contingência da Amostra sem Reavaliação

Variações	Variações Operacionais Positivas	Variações Operacionais Negativas	TOTAL
Variações Financeiras Positivas	942 (a11)	933 (a12)	1875
Variações Financeiras Negativas	1918 (a21)	1693 (a22)	3611
TOTAL	2860	2626	5486

Divulgadas as freqüências observadas, parte-se em busca das freqüências esperadas, com base na equação a seguir:

Equação n°10:

$$\text{Freqüência Esperada} = \frac{(\text{Total de linhas}) \times (\text{Total de colunas})}{\text{Total geral}}$$

Com base nessa Equação, são calculadas as freqüências esperadas:

$$(a_{11}) = (1.875 \times 2.860) / 5.486 = 977,49$$

$$(a_{12}) = (1.875 \times 2.626) / 5.486 = 897,51$$

$$(a_{21}) = (3.611 \times 2.860) / 5.486 = 1.882,51$$

$$(a_{22}) = (3.611 \times 2.626) / 5.486 = 1.728,49$$

O χ^2 é calculado com a obtenção das freqüências esperadas.

Equação n° 11: $\chi^2 = \sum \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$

Onde: O_{ij} = freqüências observadas

E_{ij} = freqüências esperadas

χ^2 = Qui-quadrado

i = linha

j = coluna

Ao calcular o χ^2 , foi obtido o valor de:

$$\chi^2 = \{[(942 - 977,49)^2] / 977,49\} + \{[(933 - 897,51)^2] / 897,51\} + \{[(1918 - 1882,51)^2] / 1882,51\} + \{[(1693 - 1728,49)^2] / 1728,49\} =$$

$$\chi^2 = 1,29 + 1,40 + 0,67 + 0,73$$

$$\chi^2 = 4,09$$

Após estes cálculos, ao comparar os resultados do χ^2 calculado (4,09) e do χ^2 tabelado (3,841), é possível afirmar que as variações operacionais e as variações financeiras do Patrimônio Líquido das empresas que desconsideraram o valor das reavaliações de seus ativos no seu valor total, apresentam certa associação entre elas, pois, com base no resultado do χ^2 calculado, a hipótese nula desta pesquisa é rejeitada. Entretanto, notou-se que as empresas que não consideraram reavaliações no montante do Patrimônio Líquido se aproximaram bem mais da possibilidade de aceitar a hipótese nula, ou seja, verificar que não existe nenhuma relação entre as variações financeiras e as variações operacionais ocorridas no Patrimônio das empresas analisadas foram consideradas.

Este último resultado comprova mais uma vez que as variações operacionais (VOPCOM e VOPSEM) e as variações financeiras (VFINCOM e VFINSEM) apresentam uma relação entre si, ou seja, elas estão interligadas por meio de determinados fatores que as influenciam, os quais, neste trabalho, não foram investigados.

Destaca-se, também, que o nível de significância da amostra com reavaliações é substancialmente maior que da amostra sem reavaliações, sugerindo a grande influência das reavaliações de ativos sobre as variações do Patrimônio Líquido.

No entanto, é necessário ressaltar, mais uma vez, que esta pesquisa apenas se propôs a estudar as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas que compõem a amostra, descrevendo-as, identificando-as e verificando a existência de associabilidade entre elas, bem como o impacto das reavaliações sobre essas variações, não tendo a preocupação com a relação de causa e efeito entre ambas, e nem descobrir as variáveis que as associam.

5 CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

5.1 CONCLUSÃO

Nesse estudo buscou-se investigar as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bovespa, no período de 31 de dezembro de 1986 a 31 de dezembro de 2007, bem como pesquisar a existência de associação entre essas variações e verificar o impacto das reavaliações de ativos junto às mesmas. Para tanto, foram analisadas informações constantes nas demonstrações contábeis de 519 empresas, as quais envolviam as variações existentes em seu Patrimônio Líquido.

Os dados necessários para a realização desta pesquisa foram coletados no banco de dados da Economática.

Este estudo teve como base teórica a legislação brasileira, a teoria da contabilidade, a teoria financeira, bem como diversos aspectos relevantes sobre estrutura de capital, os quais nortearam o presente tema.

A análise das variações necessitou da criação de variáveis para que se pudesse descrevê-las e, posteriormente, classificá-las de acordo com as características percebidas, ao longo dos períodos analisados. Por meio dessas variáveis, procurou-se mostrar a caracterização da amostra, bem como atingir os objetivos propostos deste estudo, pela aplicação de estatísticas descritivas, do cálculo de matrizes de correlação e da aplicação do Teste Qui-Quadrado.

Além desses procedimentos, a amostra foi classificada, em todas as análises, em empresas que consideraram o valor da reavaliação de seus ativos nos dados coletados e empresas que desconsideraram esse montante dos mesmos, ou que realmente não tinham optado pela reavaliação de seus ativos.

Com esta metodologia foi possível descrever 5.486 variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas, sendo classificadas em operacionais e financeiras. Essas variações financeiras, tanto considerando a reavaliação como desconsiderando esse montante no Patrimônio Líquido, foram predominantes, ou seja, apresentaram uma frequência maior em sua variabilidade.

Quanto à análise da matriz de correlação das variações ocorridas no Patrimônio Líquido, foi constatado que as variações operacionais não tinham relação com as financeiras, já que ambas apresentaram, apenas, associação com as

variações totais do Patrimônio Líquido. Isso sugere aos gestores e aos proprietários das companhias que as variações relacionadas, tanto as derivadas de atividades operacionais como as oriundas de atividades financeiras, não são determinadas por fatores que as influenciem mutuamente.

No entanto, após a aplicação do Teste Qui-Quadrado, foi possível constatar que as variações financeiras apresentavam relação com as variações operacionais, tanto nas empresas que tinham seus ativos reavaliados ao valor de mercado como nas que não consideraram essa reavaliação em seus patrimônios. Isso significa que existem fatores determinantes nestas variações entre si. Contudo, esses não foram investigados neste estudo por não ser um dos objetivos do trabalho, o qual apenas se propôs descrever as variações, e não a investigar os fatores que as influenciam.

Diante da percepção desta associabilidade, a hipótese nula foi rejeitada, na medida em que foi possível verificar uma relação significativa entre as variações financeiras ocorridas no Patrimônio Líquido das companhias e as variações operacionais. Uma possível explicação para essa associação é a de que todas as variações analisadas (operacionais, financeiras, totais) são oriundas de atividades praticadas sobre um patrimônio único, e quando se altera um ou mais elementos desse patrimônio, conseqüentemente está sendo gerado, de forma direta ou indireta, ou mesmo de imediato ou a longo prazo, uma modificação em um ou mais elementos que compõem este conjunto de bens, direitos e obrigações, denominado patrimônio.

Outra questão observada neste estudo foi de que as empresas que optaram por reavaliar seus ativos tiveram seus patrimônios aumentados. Algumas, inclusive, só apresentavam o total do grupo de contas Ativo positivo em função da reavaliação. Diante disso, observa-se que a reavaliação altera significativamente no Patrimônio Líquido das empresas, bem como em suas variações, aumentando o valor dos seus ativos. Logo, os critérios de reavaliação de bens ao valor de mercado devem ser cuidadosamente verificados, pois se elaborados de forma inadequada poderão distorcer o valor do Patrimônio Líquido das companhias brasileiras.

Desta forma, na seção seguinte é recomendada uma proposta de futura pesquisa sobre a investigação destas características, e como elas podem determinar a associação das referidas variações.

5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Algumas limitações foram percebidas no decorrer deste trabalho, como a falta de pesquisas realizadas sobre o tema, gerando dificuldades na obtenção de materiais para a confecção do referencial teórico do presente estudo, bem como impossibilitando a comparabilidade dos resultados encontrados.

Outra limitação refere-se ao delineamento da pesquisa, pois este trabalho não procurou descrever a relação de causa e efeito das variações do Patrimônio Líquido, mas apenas descrevê-las.

Deste modo, a exposição de uma proposta para a realização de futuras pesquisas sobre o assunto se faz possível, pois, para a continuidade do tema, existe uma variada gama de possibilidades.

A pesquisa realizada, como mencionado, não evidencia os fatores que determinam a associabilidade das variações do Patrimônio Líquido. Assim sendo, após a identificação da relação existente entre as variações operacionais e financeiras do mesmo, recomenda-se que sejam analisadas as empresas mediante a classificação por variáveis de controle da empresa e variáveis de controle macroeconômicas.

As primeiras referem-se ao tamanho, crescimento, setor, rentabilidade, tangibilidade, oportunidades e volume de investimento, tipo de controle acionário e emissão de ADRs. A variável tamanho poderá ser medida pela Receita Operacional Líquida que a empresa apresentar no período analisado; o crescimento poderá ser mensurado pelo percentual de variação da Receita Operacional Líquida de cada empresa de um ano para o outro; a classificação quanto ao setor econômico poderá ser feita com base nas classes estabelecidas pela Economia, visto que as demonstrações contábeis serão extraídas deste mesmo banco de dados; a variável rentabilidade poderá ser estabelecida através do Retorno sobre o Ativo (Lucro Operacional/Ativo Total) do período; o grau de tangibilidade poderá ser estabelecido através do grau de imobilização dos ativos (Ativo Permanente/Ativo Total) das empresas analisadas; as oportunidades de investimento poderão ser verificadas pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial das ações de cada empresa anualmente; o volume de investimento poderá ser obtido através da variação do Ativo Permanente Bruto mais a variação do Capital Circulante Líquido, divididos pelo Ativo Total; a classificação por controle acionário poderá ocorrer

dentro de quatro possibilidades: estatal, estrangeira, privada de controle concentrado e privada de controle não concentrado.

É importante salientar que é considerado controle acionário quando uma pessoa e/ou um grupo possui a maioria do capital votante – 50% mais uma das ações ordinárias. As demais classificações poderão ter seus critérios pré-estabelecidos, também com base no banco de dados da Economatica. Por fim, a variável emissão de ADRs será verificada pela análise das empresas estudadas que emitiram ou não ADRs.

Quanto às variáveis de controle macroeconômicas compreendem o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), a taxa de inflação, a taxa de juros e o regime cambial. Tais classificações foram escolhidas por se acreditar serem as mais importantes para fins de análise empresarial e por se perceber que, em diversas pesquisas empíricas, essas são as mais utilizadas, já que apresentam resultados relevantes.

Após o estabelecimento de todas essas variáveis, deverá ser feita a escolha de um método apropriado à futura amostra de dados, bem como se proceder à investigação de quais destas características explicam a associação existente entre as variações ocorridas no Patrimônio Líquido das empresas brasileiras.

Outra sugestão de pesquisa pode ser o direcionamento da metodologia utilizada neste trabalho aos órgãos públicos.

Enfim, este estudo não esgotou os conhecimentos sobre o tema, pois é bem clara a idéia de que há um vasto caminho a ser percorrido, de futuras pesquisas sobre o Patrimônio Líquido das companhias. Este trabalho apenas procurou contribuir, para agregar maiores conhecimentos sobre o tema, tanto na área acadêmica como na profissional, pois acredita-se que este assunto seja de interesse da sociedade em geral.

REFERÊNCIAS

ABE, César Henrique Shogi. **Teorias Contábeis sobre o Patrimônio Líquido e Teoria da Renda-Acréscimo Patrimonial**: um estudo interdisciplinar. São Paulo: USP, 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.

BRASIL. Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/decreto/D3000.htm>. Acesso em: 10 nov. 2008.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 01 ago. 2008.

BRASIL. Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/Ant2001/lei924995.htm>>. Acesso em: 01 ago. 2008.

BRASIL. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 12 set. 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: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 12 set. 2008.

BRASIL. Secretaria da Receita Federal, Instrução Normativa nº 11/96, de 21 de fevereiro de 1996. Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1996. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/Ant1997/1996/insrf01196.htm>>. Acesso em: 11 ago. 2008.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Financiamento e Gestão de Risco**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CANNING, John B. **The economics of accountancy: A critical analysis of accounting theory**. New York.: The Ronald Press Company, 1929.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Deliberação nº 183/95, de 19 de junho de 1995. Dispõe sobre o prazo previsto na Deliberação 183/95 para reversão das reavaliações contabilizadas antes de 1º de julho de 1995, sobre a possibilidade de reversão da Reserva de Correção Especial - Lei 8200/91, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 nov. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Deliberação nº 207/96, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 nov. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Deliberação nº 488/05, de 03 de outubro de 2005. Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC nº 27 sobre Demonstrações Contábeis – Apresentação e Divulgações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 nov. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Instrução Normativa nº 10/80, de 14 de fevereiro de 1980. Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Instrução Normativa nº 59/86, de 22 de dezembro de 1986. Dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Instrução Normativa nº 2268/97, de 13 de novembro de 1997. Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Instrução Normativa nº 319/99, de 03 de dezembro de 1999. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM, Instrução Normativa nº 349/01, de 06 de março de 2001. Altera a Instrução CVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 01, Redução ao valor recuperável de ativos. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 02 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 02, Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 02 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 03, Demonstração dos Fluxos de Caixa. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 02 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 04, Ativo Intangível. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 02 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 06, Operações de Arrendamento Mercantil. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 07, Subvenção e Assistência Governamentais. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 08, Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 18 nov. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL – CPC, Pronunciamento nº 09, Demonstração do Valor Adicionado. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentos.htm>>. Acesso em: 18 nov. 2008.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC, Resolução nº 686/90, de 14 de dezembro de 1990. Aprova a NBC T.3 – Conceito, Conteúdo, Estrutura e Nomenclatura das Demonstrações Contábeis. Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>>. Acesso em: 03 ago. 2008.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC, Resolução nº 1004/04, de 19 de agosto de 2004. Aprova a NBC T 19.6 - Reavaliação de Ativos. Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>>. Acesso em: 15 nov. 2008.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work**. *The Journal of Finance*, v.25, n.2, 1970.

FRANCO, Hilário. **Contabilidade Geral**. 23.ed. São Paulo: Atlas, 1997.

FREUND, John E. **Estatística Aplicada: Administração, Economia e Contabilidade**. 11.ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10.ed. São Paulo, Addison Wesley, 2004.

HENDRIKSEN, E. S., VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL – IBRACON, NPC nº 27, de 29 de dezembro de 2005. Disponível em: <<http://www.ibracon.com.br>>. Acesso em: 12 nov. 2008.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL – IBRACON, Pronunciamento nº 24/86, de 27 de fevereiro de 1986. Reavaliação de Ativos. Disponível em: <<http://www.ibracon.com.br>>. Acesso em: 12 nov. 2008.

International Accounting Standards Boards – IASB. Disponível em: <<http://www.iasb.org>>. Acesso em: 22 set. 2008

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade para não contadores**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações - Suplemento**. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, 1976, p. 305-360.

KAM, Vernon. **Accounting Theory**. New York: John Wiley & Sons, 1986.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanço: abordagem básica e gerencial**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **Journal of Finance**, Berkeley, CA, v.32, n.2, 1977, p. 261-75.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, finance and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville, TN, v.53, n.3, 1958, p.261-297.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, Nashville, TN, v.53, n.3, 1963, p.433-443.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, Berkeley, CA, v.39, n.3, 1984, p. 575-92.

MYERS, Stewart C., MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, Rochester, NY, v.13, n. 2, 1984, p. 187-221.

PAXSON, Dean, WOOD, Douglas. **Dicionário Enciclopédico de Finanças**. São Paulo: Atlas, 2001.

PORTER, Michael E. **Vantagem Competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey R. **Administração Financeira. Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, José Luiz dos. SCHMIDT, Paulo. **Contabilidade Societária: atualizado pela Deliberação CVM nº 488/05**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SCHERER, Luciano Márcio. **Reconhecimento dos Acréscimos e Decréscimos de Riqueza do Patrimônio das Entidades**. São Paulo: USP, 2002. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.

SCHVIRCK, Eliandro. **A Reavaliação de Ativos e seus impactos na análise das demonstrações contábeis no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2006.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Eстера Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 2.ed. Florianópolis: UFSC/PPGEP/LED, 2001.

SOARES, Rodrigo Oliveira. **Estrutura de Capital em Empresas com Controle Definido: um Estudo no Ambiente Brasileiro**. Porto Alegre: UFRGS, 2005. Tese (Doutorado em Administração), Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2005.

TRIOLA, Mario F. **Introdução à Estatística**. 7.ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.