UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

O IMPACTO DO FIM DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO RESULTADO DAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO E NA DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS: ESTUDO EMPÍRICO NO PERÍODO DE 1996 A 2004.

Marcelo Augusto Ambrozini

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Assaf Neto

RIBEIRÃO PRETO

2006

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Marcos Cortes Campomar
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Profa. Dra. Máisa de Souza Ribeiro
Chefe do Departamento de Contabilidade

MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

**O IMPACTO DO FIM DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO RESULTADO DAS
COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO E NA DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS: ESTUDO EMPÍRICO NO PERÍODO DE 1996 A 2004.**

Dissertação apresentada ao Departamento de
Contabilidade da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão
Preto da Universidade de São Paulo como
requisito para a obtenção do título de Mestre em
Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Assaf Neto

RIBEIRÃO PRETO

2006

Dissertação defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, pela seguinte banca examinadora:

**Aos meus pais,
pelo exemplo de conduta.**

Agradeço primeiramente a Deus, pela capacidade que me deu de concluir mais essa etapa da minha vida e pela força que nunca deixou faltar no decorrer da caminhada.

Agradeço ao prof. Dr. Alexandre Assaf Neto, pela atenção dispensada há tanto tempo e por confiar constantemente no meu trabalho.

Agradeço, de uma maneira geral, a todos os professores da FEA-RP, que me acompanharam desde a graduação e, mais recentemente, no mestrado. E, em particular, aos professores Maísa, Roni e Adriana Procópio, que me ajudaram chegar até aqui.

Agradeço a todos os funcionários da FEA-RP, em especial aos da Secretaria da Pós Graduação, Eduardo e Erika, pela permanente disposição em me ajudar no que fosse preciso.

Agradeço aos meus familiares mais próximos, Táta, Gilberto e Tia Cida, por sempre estarem presentes na minha vida. Olívia e Victória, vocês são criaturas maravilhosas que estão no coração do Tio.

Por fim, gostaria de agradecer a todos os meus amigos do mestrado, que foram mais que colegas de classe e sim verdadeiros irmãos com quem vivi momentos inesquecíveis.

**“(...) Prefiram o conhecimento, em lugar do ouro,
porque a sabedoria vale mais do que as pérolas
e nenhuma jóia se compara a ela”**

Provérbios 8, 10-11

RESUMO

O fim da obrigatoriedade da correção monetária das demonstrações contábeis em 1995, fez com que as empresas brasileiras deixassem de reconhecer os efeitos da inflação na apuração dos seus resultados. Porém, mesmo com a aparente estabilização monetária promovida pelo Plano Real, a inflação acumulada de janeiro de 1996 a dezembro de 2004 ultrapassou 160% de acordo com dois dos principais indicadores nacionais. A inflação não deixou de existir com a extinção da correção monetária e, as empresas inseridas nesse contexto de alta generalizada dos preços, simplesmente deixaram de reconhecer seus efeitos na apuração de seus resultados. Nesse trabalho, coletamos as demonstrações contábeis de todas as empresas não financeiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1996 a 2004 e procedemos com a Correção Monetária de Balanço, de acordo com a metodologia prevista na legislação brasileira. Os resultados do Teste de Diferença de Médias para Observações Emparelhadas e o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados mostraram que a desconsideração dos efeitos inflacionários distorceu o lucro das 255 empresas da amostra com um nível de confiança de 99%. Os resultados da correção monetária foram então comparados com o total de lucros distribuídos em dividendos por essas empresas, agrupadas em dezoito setores de diferentes atividades econômicas. As análises do índice de correlação de Pearson forneceram evidências de que os setores que mais ganharam com a inflação foram também aqueles que mais distribuíram dividendos aos acionistas e os setores que mais perderam com a corrosão do poder aquisitivo da moeda foram os que menos tiveram capacidade de distribuir lucro. O estudo empírico fornece uma visão mais clara de como a inflação tem impactado o lucro das empresas brasileiras e como o seu não reconhecimento pode afetar a distribuição desse lucro e a riqueza dos acionistas.

ABSTRACT

The end of obligatory price level adjustment of financial statements in 1995 accounts for Brazilian companies not recognition of the inflation effects in profit determination. However, even with the apparent monetary stabilization cause by the Real Plan, the accumulated inflation from January 1996 to December 2004 surpassed 160%, according to two of the main national indicators. Even with the end of price level adjustment, inflation still exists and the companies included in this ambit of generalized price increase, simply did not recognize their profit determination. For this work, we collected incomes statements of all non-financial Brazilian stock companies listed at São Paulo Stock Exchange from 1996 to 2004 and dealt with the Price Level Adjustment according to the methodology foreseen in Brazilian Legislation. The results of the T-Test and Wilcoxon Matched-Pairs Signed-Ranks Test showed that the lack of consideration for inflationary effects distorted the profit of the 255 companies of the sample with a 99% level of reliance. The results of price level adjustment were, then, compared to the total profit distributed in dividends by these companies, joint into eighteen sectors of different economical activities. The analyses of Pearson's index of correlation evidenced that the sectors that had most of the benefit from inflation were also the ones that participated more in the distribution of the dividends to the shareholders and the sector that have lost more with the purchasing power degradation were the ones that had less capacity to distribute profit. The empiric study provides a better understanding of how inflation has caused impact on Brazilian companies' profit and how not recognizing inflation can affect the distribution of this profit and the richness of the shareholders.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	2
LISTA DE QUADROS.....	3
LISTA DE TABELAS.....	4
LISTA DE FIGURAS.....	5
INTRODUÇÃO.....	6
1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	14
1.1 Introdução às Primeiras Teorias de Finanças.....	16
1.2 Teoria de Dividendos.....	17
1.2.1 Teoria da irrelevância dos dividendos.....	18
1.2.2 Teoria de que os dividendos são bons.....	22
1.2.3 Teoria de que os dividendos são ruins.....	26
1.3 Estudos sobre teoria de dividendos na União Européia e países asiáticos.....	29
1.4 Estudos sobre teoria de dividendos no Brasil.....	30
1.5 Algumas Considerações sobre a Teoria de Dividendos.....	37
2 LEGISLAÇÃO BRASILEIRA SOBRE DIVIDENDOS E A FIGURA DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO.....	39
2.1 A Legislação Brasileira sobre os Dividendos.....	39
2.2 A figura dos juros sobre capital próprio.....	44
3 CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇOS E CORREÇÃO INTEGRAL.....	48
3.1 Significado da Correção Monetária de Balanço.....	49
3.2 Limitações da Correção Monetária de Balanços.....	60
3.3 Diferenças nas Demonstrações Contábeis.....	61
3.4 Correção Monetária Integral.....	63
3.5 Ajustes a valor presente de direitos e obrigações.....	66
3.6 A Questão do Imposto de Renda.....	67
3.7 Comparação entre a Correção Monetária de Balanços e a Correção Monetária Integral.....	67
3.8 Extinção da Correção Monetária.....	68
3.9 Impactos da não correção monetária em alguns indicadores financeiros.....	69
4 APLICAÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	76
4.1 Procedimentos para a coleta dos dados.....	76
4.2 Problema do Índice de Inflação para Correção.....	77
4.3 Obtenção do Indicador de Inflação.....	78
4.4 Correção das demonstrações contábeis.....	80
4.5 Teste de hipótese para alterações no lucro das empresas.....	83
4.5.1 Teste Paramétrico.....	85
4.5.2 Teste não-Paramétrico.....	87
4.6 Análise dos resultados da Correção Monetária de Balanço.....	89
4.7 Informações sobre os Dividendos.....	109
4.8 Comparação do Resultado da Correção Monetária de Balanço com os Dividendos.....	109
4.9 Cálculo da Correlação entre RCMB e Dividendos.....	111
4.10 Índice de <i>Dividend Payout Ratio</i>	119
CONCLUSÕES.....	123
REFERÊNCIAS.....	128

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: *American Depositary Receipts*
AP: Ativo Permanente
Bovespa: Bolsa de Valores de São Paulo
BP: Balanço Patrimonial
BTN: Bônus do Tesouro Nacional
CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
CMB: Correção Monetária de Balanço
CMI: Correção Monetária Integral
CSSL: Contribuição Social sobre o Lucro
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DMPL: Demonstração da Mutação do Patrimônio Líquido
DOAR: Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos
DRE: Demonstração de Resultado do Exercício
FAP: Fator de Atualização Patrimonial
FASB: *Financial Accounting Standards Board*
FEA: Faculdade de Economia e Administração
FGV: Fundação Getúlio Vargas
FIPE: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
HME: Hipótese de mercado eficiente
IASC: *International Accounting Standards Committee*
Ibovespa: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICV: Índice de Custo de Vida
IGP-DI: Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INCC: Índice Nacional de Construção Civil
IPA: Índice de Preços por Atacado
IPEA: Instituto de Pesquisas Econômicas
IR: Imposto de Renda
JSCP: Juros Sobre Capital Próprio
LL: Lucro Líquido
LPA: Lucro por ação
LS: Legislação Societária
M&M: Modigliani e Miller
ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN: Obrigação do Tesouro Nacional
PL: Patrimônio Líquido
P/PL: Passivo sobre Patrimônio Líquido
RCMB: Resultado da Correção Monetária de Balanço
REF: Resultado de Exercício Futuro
ROE: *Return on Equity*
SA: Sociedade Anônima
TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo
UFIR: Unidade Fiscal de Referência
UMC: Unidade Monetária Contábil
USP: Universidade de São Paulo

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estrutura do Balanço Patrimonial	51
Quadro 2 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício	51
Quadro 3 – Estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial.....	52
Quadro 4 – Estrutura simplificada de uma Demonstração do Resultado do Exercício	52
Quadro 5 – Balanço Patrimonial	53
Quadro 6 – Balanço Patrimonial em 31-12-20x0.....	54
Quadro 7 – Balanço Patrimonial em 31-12-20x0 pela CMB	56
Quadro 8 – Estrutura Simplificada do Balanço Patrimonial	56
Quadro 9 – Balanço Patrimonial em 01-01-20x1.....	57
Quadro 10 – Balanço Patrimonial	58
Quadro 11 – Situações possíveis a partir da correção monetária das demonstrações.....	90

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Inflação medida pelo Índice Geral de Preços – disponibilidade interna (IGP-DI)	79
Tabela 2 – Principais indicadores de inflação no Brasil	80
Tabela 3 – Composição da amostra do estudo.	82
Tabela 4 – Número de observações por setor classificadas no grupo 1 do quadro 11.....	92
Tabela 5 – Número de observações por setor classificadas no grupo 2 do quadro 11.....	93
Tabela 6 – Número de observações por setor classificadas no grupo 3 do quadro 11.....	95
Tabela 7 – Número de observações por setor classificadas no grupo 4 do quadro 11.....	96
Tabela 8 – Número de observações por setor classificadas no grupo 5 do quadro 11.....	98
Tabela 9 – Número de observações por setor classificadas no grupo 6 do quadro 11.....	100
Tabela 10 – Correlação entre o RCMB e os dividendos.	111
Tabela 13 – Correlação entre o RCMB e Dividendos Consolidado	117
Tabela 14 – Resultado do Teste de Hipóteses para Correlação Linear.....	118
Tabela 15 – Comportamento do <i>dividend payout ratio</i> (DPR) após Correção Monetária dos Balanços.	120
Tabela 15 – Comportamento do <i>dividend payout ratio</i> (DPR) após Correção Monetária dos Balanços. (continuação)	121

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Mecanismo da Correção Monetária de Balanços	49
Figura 2 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço.....	54
Figura 3 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço.....	55
Figura 4 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço.....	57
Figura 5 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço.....	58
Figura 6 – Estrutura patrimonial e resultado da correção monetária	59
Figura 7 – <i>Output</i> de saída do software Statdisk®.....	86
Figura 8 – Estatística de teste e valores críticos para o teste paramétrico.	86
Figura 9 – <i>Output</i> de saída do software Statdisk®.....	88
Figura 10 – Estatística de teste e valores críticos para o teste não-paramétrico.	89
Figura 11 – Representação da forma de análise para o agrupamento de empresas.....	91

INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos da Contabilidade é o de fornecer informações relevantes para a tomada de decisões gerenciais e é sabido que a inflação tem o poder de distorcer consideravelmente os relatórios contábeis. A inflação pode ser entendida como um aumento contínuo e generalizado no nível geral de preços de uma economia, afetando indivíduos e organizações, e seus efeitos não devem ser desconsiderados pelos gestores. Apesar de esse fenômeno ter sido aparentemente controlado no Brasil com o advento do Plano Real, ele não foi totalmente eliminado da atual realidade. Por isso, acredita-se que os usuários da informação contábil devem estar cientes dos impactos que os efeitos inflacionários podem causar nas corporações.

Para Almeida (1988, p. 17), as demonstrações elaboradas pela Contabilidade, segundo os princípios contábeis geralmente aceitos, são registradas em uma mesma base para que haja comparabilidade entre as informações relatadas. Entretanto, em períodos de inflação ou deflação galopante, a moeda original deixa de ser um bom padrão para avaliação dos dados contábeis.

As altas taxas de inflação estiveram presentes na economia brasileira durante muito tempo, fato que culminou em sucessivos (e muitos sem êxito) planos econômicos com vistas a estabilizar os preços da economia. Nesse ambiente, para que a Contabilidade não perdesse sua capacidade de fornecer informações úteis para a tomada de decisão gerencial, foi desenvolvida no Brasil uma das melhores técnicas de correção monetária das demonstrações contábeis do mundo, denominada Correção Monetária Integral (CMI). Em 1976, a Lei 6.404, que regulamenta as sociedades anônimas, adotou uma sistemática um pouco mais simples, porém não menos eficiente, de depuração do efeito inflacionário, conhecida como Correção Monetária de Balanço (CMB).

A CMI permite que as demonstrações financeiras sejam evidenciadas em moeda de capacidade aquisitiva constante. Basicamente, registra-se as perdas sofridas pela exposição dos ativos monetários¹ aos efeitos da inflação por um lado e os ganhos sofridos pela exposição dos passivos monetários à taxa de desvalorização da moeda por outro. As receitas e

¹ Itens monetários são os itens patrimoniais que são atrelados diretamente com a moeda.

despesas financeiras são registradas apenas pelo valor que ultrapassar a inflação do período. As receitas e despesas, perdas e ganhos utilizados na apuração do resultado são traduzidos para um mesmo denominador comum monetário. (Almeida, 1988, p. 11).

Já a CMB tem a vantagem de possuir uma metodologia de cálculo mais simples e, por isso, foi a sistemática adotada pela legislação brasileira. A CMB apura os efeitos do processo inflacionário por meio dos itens não monetários do Balanço Patrimonial, que são o Ativo Permanente e o Patrimônio Líquido. O resultado dessa apuração é lançado na Demonstração de Resultados do Exercício da empresa e impacta o lucro do exercício. Esse mecanismo é mais válido para economias com baixa ou moderada inflação, enquanto que na alta inflação deve-se utilizar preferencialmente a Correção Monetária Integral.

Porém, em 1995 a correção monetária das demonstrações contábeis foi desobrigada pela Lei 9.249. O Plano Real estava obtendo considerável êxito no controle do processo inflacionário e as autoridades políticas brasileiras estavam buscando eliminar todos os mecanismos de indexação da economia. No entanto, dez anos após a extinção da correção monetária, a inflação acumulada atingiu 165,31% no período compreendido de janeiro de 1996 a dezembro de 2004, medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, base do índice oficial de correção adotado pela legislação na época da extinção da CMB.

Essa inflação, se não considerada nas demonstrações contábeis, além de causar enormes danos à qualidade das informações prestada pela Contabilidade, pode alterar significativamente o resultado apurado pelas empresas e distorcer conseqüentemente a decisão de distribuição de lucros. Além disso, a não atualização monetária, entre outros, confunde a comparabilidade entre demonstrações de dois períodos de tempo diferentes, impede que os relatórios reflitam adequadamente a situação financeira da companhia, leva à distribuição de um lucro irreal, podendo descapitalizar a empresa e até mesmo comprometer a sua continuidade.

Sabe-se que, no mundo das finanças corporativas, existem três decisões fundamentais para todas as empresas: a decisão de investimento, a de financiamento e a de dividendos. A decisão de investimento diz respeito aos projetos em que a empresa aplica seus recursos com objetivo de geração futura de fluxos de caixa. A lógica a ser adotada é a de investimentos apenas em projetos que ofereçam um retorno maior que o seu custo total.

A decisão de financiamento, por sua vez, está voltada para a seleção de uma estrutura de capital ótima que maximize os valores dos projetos selecionados na decisão de investimento, através de uma minimização do custo médio ponderado de capital próprio e de terceiros. E, por fim, a decisão de dividendos se relaciona com a quantidade e com a forma pela qual a empresa devolve os recursos aos acionistas, tendo sempre em vista as duas decisões anteriores.

Nessa pesquisa, será analisado o impacto da não consideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis emitidas nos últimos nove anos e como isso se relaciona com a decisão de distribuir lucros sob a forma de dividendos. Para Damodaran (2004, p. 537), os dividendos constituem a principal forma de devolução de recursos econômicos aos acionistas de uma empresa, embora não a única. As empresas de capital aberto podem ainda retornar dinheiro aos acionistas por meio de recompras de ações ou na forma de cisões totais ou parciais, mas os dividendos são os mais utilizados atualmente.

Além de todos os efeitos negativos que a descon sideração da inflação pode causar para as organizações, o foco desse trabalho será com relação à distribuição de dividendos aos acionistas. Mas, por que a decisão sobre dividendos é tão importante para as empresas? Primeiro, porque eles transferem recursos da empresa para os acionistas, contribuindo para uma intermediação financeira mais eficiente e uma economia mais saudável. Segundo, atraem para o mercado de capitais investidores que têm preferência ou necessidade de receber dividendos. Terceiro, porque são a base pela qual muitos investidores e analistas de mercado avaliam a empresa. Por fim, afetam os recursos financeiros disponíveis para a empresa reinvestir nas suas atividades ou para pagar empréstimos adquiridos junto a terceiros.

Os dividendos são calculados após a empresa apurar o resultado do exercício. Com base nos lucros auferidos, a organização decide o volume de recursos que retornará aos acionistas como dividendos e o montante que será retido para reinvestimento nas suas operações. Portanto, a forma pela qual a Contabilidade apura o resultado do empreendimento tem uma grande influência nos dividendos pagos. E a inflação tem um enorme poder de distorção desse resultado.

Objetivo do trabalho

O fim da obrigatoriedade da correção monetária das demonstrações contábeis publicadas a partir de janeiro de 1996, fez com que o efeito inflacionário deixasse de ser reconhecido pelas empresas brasileiras de capital aberto, porém a inflação não se extinguiu no momento da promulgação da lei. Isso significa que as companhias continuaram sofrendo com os efeitos das elevações generalizadas de preços da economia e, a única coisa que mudou nesse sentido, foi que elas simplesmente deixaram de evidenciar os ganhos ou perdas monetárias, comprometendo a confiabilidade do valor do lucro apurado pela Contabilidade. E esse lucro forma a base pela qual muitas empresas brasileiras distribuem dividendos aos seus acionistas, inclusive porque a legislação brasileira obriga que as companhias de capital aberto, como será visto mais adiante, paguem um dividendo mínimo obrigatório.

Cientes disso, **o objetivo deste trabalho é verificar se a não consideração dos efeitos inflacionários distorceram consideravelmente o resultado apurado pelas empresas brasileiras nos últimos anos e analisar como as organizações que mais perderam ou ganharam com a inflação nos anos após a extinção da correção monetária se comportaram perante a distribuição de dividendos com base em relatórios que não levaram em conta a inflação do período.**

Não se tem a pretensão de verificar se a metodologia de Correção Monetária de Balanços prevista pela legislação brasileira é a forma de correção do lucro empresarial mais correta. Pretende-se mostrar que, se ainda fosse adotada aquela metodologia de correção monetária, o valor dos lucros das empresas seria significativamente alterado e, por conseguinte, alterariam também os dividendos a serem distribuídos.

Um objetivo secundário dessa pesquisa é mostrar como cada empresa, de acordo com a sua estrutura patrimonial, obtém ganhos ou sofre perdas com a corrosão do poder aquisitivo da moeda. Com base nesse panorama, o gestor terá uma importante informação que deverá ser levada em consideração na determinação da política de dividendos. Como essa pesquisa será realizada com quase a totalidade das empresas brasileiras de capital aberto, poder-se-á evidenciar ainda quais setores da economia brasileira estão mais expostos às perdas inflacionárias e quais tendem a obter ganhos monetários e relacionar isso com a distribuição de lucros aos acionistas sob a forma de dividendos.

Questão da Pesquisa

Tendo em mente o objetivo principal desse trabalho, pode-se elaborar duas perguntas a serem respondidas: **A correção monetária das demonstrações contábeis a partir de 1996 até 2004 alteraria significativamente o valor do lucro líquido apurado pelas empresas brasileiras de capital aberto? Existe correlação entre as companhias que mais ganharam ou perderam com os efeitos inflacionários e aquelas que mais distribuíram dividendos aos seus acionistas?**

Justificativa

Os dividendos são importantes por uma série de motivos. Segundo Ross *et al.* (2002, p. 399), as empresas encaram a decisão de distribuição de dividendos como muito importante porque ela determina os volumes de recursos pagos aos investidores e a quantidade de fundos retidos para o reinvestimento na própria organização. Além disso, a política de dividendos pode transmitir informações ao acionista – e ao mercado financeiro como um todo – a respeito do desempenho da empresa.

Gitman (2002, p. 512) relaciona a questão dos dividendos com as decisões de investimento e financiamento. Para o autor, o lucro retido é uma forma de financiamento interno da empresa. Como a decisão de investimentos pode afetar significativamente as necessidades de financiamentos externos da empresa, caso a empresa necessite de mais recursos, observa-se que quanto maiores os dividendos pagos em dinheiro, maiores os montantes de financiamento que deverão ser levantados junto a terceiros ou através da emissão de novas ações ou títulos de dívida.

Dessa maneira, vê-se que os dividendos são fundamentais para as empresas e acionistas. Os dividendos são calculados com base no resultado das empresas, que atualmente não consideram os efeitos da inflação. A inflação no Brasil nos últimos anos foi significativa, como será mostrado no capítulo 4. Assim sendo, a correção das demonstrações contábeis pela inflação poderia alterar drasticamente os resultados da empresa, que, por sua vez, alterariam os dividendos.

Acredita-se, assim, que esse trabalho possuirá uma relevância não só acadêmica, no sentido de se defender a adoção de alguma metodologia de correção monetária para tornar as demonstrações contábeis mais fidedignas ao seu propósito de evidênciação, mas também será de interesse das próprias empresas, que terão uma melhor noção de como a sua estrutura patrimonial é afetada pelo processo inflacionário. Além disso, os acionistas poderão ter uma melhor percepção dos efeitos da inflação sobre o percentual de dividendos recebidos e os analistas de mercado poderão tirar suas conclusões sobre como o processo de corrosão do poder aquisitivo da moeda pode impactar na valorização ou desvalorização das empresas.

Metodologia

Primeiramente, será feita a correção monetária das demonstrações contábeis das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1996 e 2004, conforme a metodologia da Correção Monetária de Balanços (CMB). Para isso, será utilizado o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna da Fundação Getúlio Vargas (IGP-DI/FGV). Os dados serão extraídos das próprias demonstrações das empresas, entregues à Comissão de Valores Mobiliários e disponibilizadas no software Economática®. Para verificar se a diferença no lucro apurado pelas empresas após a CMB foi estatisticamente significativo, será utilizado o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas.

Os resultados da correção monetária das 255 empresas da amostra, agrupadas em 18 setores de atividade econômica diferentes, serão então comparados com os respectivos valores de dividendos distribuídos aos acionistas nos nove anos deste estudo, por meio do coeficiente de correlação de produto de momentos de Pearson. Para verificar se houve correlação significativa entre o resultado da CMB e o total de dividendos pagos, será utilizado um teste de correlação específico para essa finalidade. O quarto capítulo apresentará com maiores detalhes os aspectos metodológicos dessa pesquisa.

Hipóteses de pesquisa

Para testar a primeira questão da pesquisa, ou seja, com objetivo de verificar se a correção monetária das demonstrações contábeis a partir de 1996 até 2004 alteraria significativamente

o valor do lucro líquido apurado pelas empresas brasileiras de capital aberto, formulou-se as seguintes hipóteses:

Hipótese Nula 1: Os lucros apurados pelas empresas apenas com base em valores nominais e não corrigidas monetariamente são iguais aos lucros apurados com base em demonstrações elaboradas de acordo com a metodologia da Correção Monetária de Balanço;

Hipótese de pesquisa 1: Os lucros apurados pelas empresas apenas com base em valores nominais e não corrigidas monetariamente são diferentes dos lucros apurados com base em demonstrações elaboradas de acordo com a metodologia da Correção Monetária de Balanço;

Para testar a segunda questão dessa pesquisa, ou seja, para verificar se existe uma correlação significativa entre as companhias que mais ganharam (ou perderam) com os efeitos inflacionários e aquelas que mais distribuíram dividendos aos seus acionistas, formulou-se as seguintes hipóteses:

Hipótese Nula 2: Não existe correlação entre o resultado da correção monetária de balanços e os valores de dividendos distribuídos aos acionistas para os diferentes setores da economia brasileira nos anos de 1996 a 2004.

Hipótese de pesquisa 2: Existe correlação entre o resultado da correção monetária de balanços e os valores de dividendos distribuídos aos acionistas para os diferentes setores da economia brasileira nos anos de 1996 a 2004.

Estrutura do Trabalho

O primeiro capítulo fará uma revisão da bibliografia sobre dividendos, mostrando as principais pesquisas realizadas até o momento nos Estados Unidos, Europa, alguns países asiáticos e no Brasil, com o objetivo de ressaltar a importância desse assunto para as organizações de um modo geral. Serão apresentadas três teorias sobre os dividendos: (i) a teoria da irrelevância dos dividendos, baseada em pressupostos de perfeição do mercado, (ii) a teoria de que os dividendos são bons, graças ao efeito clientela, o fenômeno do “pássaro na

mão” e seu poder informacional, e (iii) a teoria de que os dividendos são ruins, pela sua desvantagem tributária.

O segundo capítulo trata da legislação brasileira sobre dividendos e a figura dos juros sobre capital próprio. Os principais aspectos legais serão abordados com objetivo de mostrar as particularidades das normas brasileiras que tratam da distribuição dos lucros empresariais.

O terceiro capítulo discorre sobre a correção monetária das demonstrações contábeis, mostrando a sistemática adotada pela legislação até a época da extinção, o mecanismo da CMB e da CMI, como a estrutura patrimonial de cada empresa determina os ganhos e perdas inflacionárias, o problema da escolha do índice de ajuste das contas patrimoniais e os principais impactos da não correção monetária em importantes indicadores financeiros.

O quarto e último capítulo apresenta primeiramente a metodologia de pesquisa adotada neste trabalho. Na sequência, verifica-se se a consideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis das companhias brasileiras de capital aberto, após a extinção da Correção Monetária de Balanços, seria capaz de alterar significativamente o lucro apurado pelas empresas de acordo com a legislação societária. Na sequência, será verificado se há correlação entre o resultado obtido com a Correção Monetária de Balanço e os totais de dividendos distribuídos aos acionistas, traçando, por fim, as conclusões dessa pesquisa.

1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A decisão sobre dividendos está relacionada com outras importantes decisões que os administradores da empresa se deparam com frequência e, para isso, se utilizam da Contabilidade. Antes de determinar o montante de recursos a distribuir aos acionistas (ou reter para aplicação na empresa) os gestores têm de ter em mente o volume de recursos que vão necessitar no futuro e como esses recursos serão obtidos. Dessa maneira, os dividendos se relacionam com projetos futuros e orçamento de capital (decisão de ativos), forma de financiamento e captação de recursos (decisão de passivos), remuneração dos acionistas e reinvestimento do lucro (decisão de patrimônio líquido).

Pode-se perceber então que a política de dividendos tem importância tanto para a empresa, pois diz respeito ao fluxo de recursos econômicos necessários à manutenção de suas atividades, quanto para os acionistas, já que representa uma das formas de remuneração do seu capital investido. Mas como esses dividendos são calculados? Quem decide o quanto será pago e como isso acontecerá?

Na maioria dos países, a decisão de pagamento de dividendos depende da política de cada empresa, formulada pelo conselho de administração. Ao final do exercício social (ou em períodos menores de tempo), os diretores da empresa se reúnem e decidem, com base nos resultados da empresa e em perspectivas futuras, o montante que será pago em dividendos e a forma como este será destinado aos acionistas, se em dinheiro ou em novas ações. O montante pode ser um percentual fixo do lucro líquido do período ou um percentual ajustável de acordo com a situação da empresa naquele momento.

Uma vez decidida a forma e a quantia a ser distribuída como dividendos, os gestores procedem aos cálculos com base no lucro líquido do período (ou outra base definida) e efetuam o pagamento aos acionistas. Atenção deve ser dada a pelo menos duas datas que influenciam o preço de negociação das ações e que são importantes para entender toda a discussão teórica sobre a política de dividendos.

A primeira data a ser observada é a do anúncio dos dividendos, momento em que os membros do Conselho de Administração anunciam ao mercado financeiro o valor do dividendo que será pago por ação (*dividend per share*). Se a empresa procede mudanças na sua política de dividendos ou toma alguma atitude contrária às expectativas dos investidores, o mercado tende a reagir a partir desse momento e as ações incorporarão tal reação.

A data seguinte a ser observada é conhecida como data ex-dividendos, momento em que os investidores têm de ter comprado a ação a fim de receber os dividendos, conforme exposto por Damodaran (2004, p. 538). Se um investidor quiser receber dividendos, terá de ter comprado a ação até um dia antes desse momento, pois a partir dessa data a ação perde o direito ao dividendo. Por esse motivo, a ação é chamada de “vazia” após a data ex-dividendo.

Como será visto na sequência, o preço da ação tende a cair na data ex-dividendo, pela incorporação dos dividendos pagos ao seu preço. Se os dividendos e o ganho de capital não sofressem nenhuma tributação, a queda do preço da ação deveria ser igual ao valor dos dividendos pagos. Porém, os impostos existentes no mundo real alteram a magnitude dessa queda como reflexo das alíquotas tributárias.

Além dessas duas datas, existem outras duas, mas que não devem impactar o valor da ação. Uma é a chamada data do registro, momento em que a empresa faz uma relação dos acionistas que compraram as ações até o dia ex-dividendo e os registra como recebedores dos dividendos. Por fim, a empresa procede ao pagamento dos acionistas em uma outra data especificada.

Por ser essa decisão tão importante para as empresas, acadêmicos do mundo todo vêm estudando de longa data a questão dos dividendos. A seguir, será feita uma revisão dos principais trabalhos encontrados na literatura de finanças, entre eles o estudo clássico de Modigliani e Miller, não no sentido de se esgotar o assunto, até porque isso não seria possível dada a grande quantidade de material existente sobre esse tema. O objetivo será o de mostrar as principais pesquisas realizadas até o momento sobre a Teoria de Dividendos nos Estados Unidos, Europa, alguns países asiáticos e no Brasil e ressaltar a importância desse assunto para as organizações em geral.

1.1 Introdução às Primeiras Teorias de Finanças

Até o início da década de 50, as finanças corporativas eram voltadas mais para a análise das demonstrações contábeis, com objetivos de análises de informações sobre a liquidez, endividamento, capacidade de solvência, rentabilidade e outros. Além disso, estudos envolvendo maiores quantidades de informação careciam tanto de uma base teórica para fundamentar as comparações quanto de instrumentos tecnológicos que permitissem processar uma grande quantidade de dados simultaneamente.

Um dos trabalhos pioneiros, que iniciaria uma discussão que duraria décadas e impulsionaria os trabalhos científicos, foi publicado em 1952 por David Durand com o título “*Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*”. Nesse trabalho, o autor defendia o ponto de vista da chamada Escola Tradicionalista que afirmava haver uma estrutura ótima de endividamento para as empresas capaz de promover a maximização do seu valor de mercado.

Os tradicionalistas afirmavam que a empresa deveria procurar endividar-se até conseguir obter um custo de capital mínimo, desde que esse endividamento não comprometesse a capacidade de solvência da organização. Dessa maneira, a maximização do valor da empresa se daria pela minimização do custo do capital utilizado pela organização. Mas Durand assegurava não ser possível reduzir o custo de capital simplesmente com mudanças na estrutura de capital da empresa, ou seja, na alteração das proporções de capital próprio e de terceiros utilizados pela organização.

Em uma corrente contrária a essa, Franco Modigliani e Merton Miller (também chamados de M&M), publicaram em 1958 um trabalho clássico que se tornaria a base da chamada Moderna Teoria de Estrutura de Capital. Em “*The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*”, os autores discordam da teoria tradicionalista e criam um ambiente hipotético onde as decisões de financiamento não exercem nenhum tipo de influência na determinação do valor da empresa.

Modigliani e Miller (1958) propuseram que, sob determinadas condições – tais como ausência de tributação e custos de falência, expectativas homogêneas dos investidores em relação aos

projetos que demandam recursos financeiros, mercados de capitais com simetria de informação, ausência de custos de agência, oferta de fundos infinitamente elástica, fluxos de caixa constantes –, o valor de mercado de qualquer empresa é determinado pela capitalização do seu retorno esperado, descontado pela taxa de retorno do ativo, conforme apresentado na expressão 1.

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{\overline{X}_j}{\rho_K} \quad (1)$$

onde: V_j = valor da firma j ;

S_j = valor das ações ordinárias;

D_j = valor das dívidas;

$\overline{X}_j$ = retorno esperado (fluxo de caixa);

ρ_K = taxa de Retorno do Ativo.

Como M&M defendiam a tese de que o valor de mercado da empresa era independente de sua estrutura de capital, não existia uma estrutura de capital ótima que maximizasse o valor da empresa, ficando esta tarefa para a qualidade das decisões de investimento. Os resultados dos primeiros testes das proposições de M&M aplicados em empresas do setor petrolífero e de energia elétrica mostraram que não havia evidência de relação significativa entre o custo médio de capital da empresa e seu grau de alavancagem. Isso confirmava a hipótese de indiferença da estrutura de capital.

1.2 Teoria de Dividendos

Os estudos de Modigliani e Miller não pararam por aí. Em 1961 os autores publicaram um artigo que se tornaria a base para toda a discussão sobre os dividendos. Em “*Dividend policy, growth, and the valuation of shares*”, os autores defenderam a idéia de que, se uma empresa possui uma estrutura ótima de investimento, nenhuma política de dividendos pode aumentar ou reduzir a riqueza dos acionistas. Como esse trabalho assumiu pressupostos de um mercado perfeito, na mesma linha do artigo de 1958, não demoraram a surgir críticas e

questionamentos. Porém, o grande legado dos dois autores já se havia realizado: colocar em cheque a crença existente até então de que os dividendos ditavam o valor da empresa.

A partir da publicação desse artigo, diversos autores realizaram pesquisas empíricas e direcionaram seus trabalhos de maneira a se posicionarem contra ou a favor da irrelevância dos dividendos. Pode-se dizer que surgiu um divisor de águas na teoria sobre dividendos a partir das proposições de Modigliani e Miller. Porém, sem esquecer que Benjamim Graham e David Dood estudavam os dividendos desde o início da década de 1930, dentro da Teoria de Portfólios, mas os trabalhos de M&M foram os que levantaram questionamento direto sobre o assunto.

Tendo em mente a importância da política de dividendos para a própria continuidade da empresa, serão analisados agora os aspectos relevantes que devem ser considerados na decisão pela distribuição ou não de dividendos, assim como a sua quantidade. Por isso, será feita uma divisão da literatura de dividendos em três partes: a teoria da irrelevância de dividendos, a escola que defende a distribuição dos dividendos e a corrente teórica que afirma que os dividendos são desfavoráveis para o acionista, principalmente pela desvantagem fiscal que eles provocam.

1.2.1 Teoria da irrelevância dos dividendos

O artigo pioneiro de Modigliani e Miller (1961) propõe que o valor da empresa é função do valor presente dos fluxos futuros de seus investimentos, independente de como a empresa é financiada. Para os autores, o valor da empresa depende da obtenção de lucros e não da forma como esses lucros serão futuramente distribuídos, o que torna irrelevante a forma e o valor da distribuição dos dividendos. No entanto, para que conseguissem provar essa teoria, os pesquisadores construíram um mundo hipotético, onde:

- O mercado é perfeito no sentido de assimetria de informações;
- Não existem impostos e custos de corretagem (ou custos de transação);
- Os investidores são racionais e possuem um comportamento homogêneo;
- Mudanças nas políticas de dividendos não influenciam a decisão de investimentos.

Para melhor se entender a tese de Modigliani e Miller, será feito um exemplo prático. Admita-se que duas empresas sejam idênticas em tudo, exceto na maneira como são financiadas. Enquanto uma possui capital próprio e de terceiros (empréstimos) e a outra possui apenas capital próprio (dos acionistas). Quando as duas empresas encerrarem o exercício social e apurarem o lucro, a participação dos acionistas na empresa sem dívidas será maior que na empresa com dívidas, já que esta terá que pagar as despesas financeiras do empréstimo. Logo, a empresa financiada exclusivamente com capital próprio terá um valor mais alto para a sua ação, pois todo o lucro pertencerá exclusivamente aos acionistas.

Pela ótica do investidor interessado em adquirir ações dessas empresas, obviamente a ação da empresa sem dívidas (não alavancada) terá um valor maior do que a empresa alavancada. Para conseguir recursos financeiros com o objetivo de comprar ações da empresa sem dívidas, o investidor pode tomar recursos junto a terceiros, ou seja, captar dinheiro emprestado em alguma instituição financeira à mesma taxa que a empresa alavancada captou². Com esse dinheiro, o investidor pode agora comprar as ações da empresa sem dívidas.

No momento em que a empresa distribui os lucros – supondo, por simplificação, que o lucro tenha sido totalmente distribuído – o investidor recebe a parte que lhe cabe, auferindo um retorno maior do que se tivesse comprado a ação da empresa alavancada. Porém, o investidor terá agora de pagar os juros do dinheiro emprestado, que reduzirá o seu ganho na mesma porcentagem do valor que teria recebido à menor caso tivesse adquirido as ações da empresa alavancada³. Portanto, o investidor que comprou as ações da empresa com dívidas terá o seu ganho líquido das despesas financeiras, já pagas pela empresa, enquanto o investidor da empresa sem dívidas teve o ganho bruto e ele mesmo pagou as despesas financeiras.

No final das contas, o ganho líquido do investidor da empresa alavancada é idêntico ao ganho líquido do investidor da empresa sem dívidas. Isso é a chamada alavancagem caseira. Como os investidores são racionais, o valor da ação dessas duas empresas tem de ser exatamente o mesmo, desde que obedecidas os demais pressupostos de Modigliani e Miller. Logo, a estrutura de financiamento da empresa não afeta o seu valor de mercado, tendo os investidores que se aterem à política de investimentos da empresa.

² Esse é um pressuposto de Modigliani e Miller que deve ser atendido.

³ Mais uma vez supondo que o investidor tenha captado à mesma taxa que a empresa alavancada.

Estendendo esse raciocínio para a política de dividendos, para duas empresas idênticas, torna-se irrelevante a maneira como cada uma distribui seu lucro. Se a companhia pagar menos dividendos hoje, ela terá mais recursos financeiros à sua disposição para financiar os bons projetos de investimento. Isso acarretará na valorização das suas ações e compensará o investidor com um ganho de capital nas mesmas proporções do que se tivesse recebido integralmente os dividendos. De outra maneira, se a empresa optar por distribuir um volume maior de dividendos, estará abrindo mão de recursos necessários no financiamento de seus projetos de investimento e o ganho de capital decorrente da valorização da ação será menor. Assim, o investidor terá o mesmo volume de riqueza, porém em proporções diferentes de dividendos e ganhos de capital.

Uma outra maneira de os dividendos se tornarem irrelevantes mesmo na existência de impostos foi mostrada por Miller e Scholes em 1978. Para os autores, se os investidores possuíssem um benefício fiscal pelas dívidas que assumissem, ou seja, se os investidores pudessem descontar do imposto de renda (IR) as despesas financeiras que eles incorriam ao captar empréstimos – fazendo alavancagem caseira –, a carga tributária incidente sobre os dividendos recebidos seria parcial ou completamente anulada. Isso tornaria o recebimento de dividendos indiferente, já que o tributo incidente sobre estes seriam eliminados pelo benefício fiscal das dívidas dos investidores.

Um trabalho que considerou a tributação foi desenvolvido por Black e Scholes (1974). Esses autores fizeram um estudo com objetivo de verificar se existia uma relação entre as ações com alto rendimento de dividendos e o retorno esperado pelo investidor, calculado por meio de ajustes ao modelo CAPM⁴. A hipótese de pesquisa era a de que um aumento nos dividendos da empresa acarretaria uma diminuição do retorno esperado pelos acionistas. Os autores selecionaram 25 carteiras de ações de acordo com o retorno das ações e compararam com a proporção de dividendos distribuídos. Os resultados não mostraram diferenças significativas entre as ações com alto e baixo índice de *payout* (distribuição de dividendos) e o retorno das ações, sugerindo que os investidores não devem se ater à política de dividendos das empresas, mesmo considerando o efeito da tributação.

⁴ *Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros.

Esse resultado foi contestado por Marshall Blume em 1980 no artigo denominado “*Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence*”. Nesse trabalho, o autor calculou o rendimento do dividendo de uma maneira diferente da realizada por Black e Scholes, com objetivo de melhor refletir as mudanças bruscas no rendimento dos dividendos trimestrais. Através de uma regressão do tipo *cross-sectional* entre o coeficiente beta do modelo CAPM e carteiras agrupadas de acordo com o *dividend yields*, Blume conseguiu verificar indícios de maiores retornos para as ações que não distribuíram dividendos e menores retornos para as ações com alto índice de pagamento de dividendos.

Outras pesquisas combateram a teoria de irrelevância de dividendos. Ao estudarem simultaneamente os efeitos da alavancagem financeira e da política de dividendos sobre o custo de capital das empresas Brigham e Gordon (1968, p. 102) concluíram que a taxa de retorno que os investidores exigem aumenta de acordo com aumentos na taxa de retenção de lucros. Portanto, os dividendos seriam relevantes já que o custo de capital afeta o valor da empresa. Uma segunda conclusão dos autores é de que o custo de capital dos investidores aumenta à medida que a empresa se endivida junto a terceiros (se alavanca). Se as duas conclusões puderem ser consideradas verdadeiras, o custo do capital depende de como a empresa é financiada e o valor da sua ação depende da sua política de financiamento.

Um argumento a favor da irrelevância dos dividendos a partir de uma constatação prática do efeito clientela pode ser encontrada em Damodaran (2004, p. 552). Segundo o autor, os investidores podem compor seus *portfólios* (carteiras de ações) com as ações que eles desejarem, possuindo o livre arbítrio de migrar para as empresas que pagam dividendos de acordo com suas necessidades. Considerando que existem investidores suficientes em cada clientela, isso permite que as empresas sejam avaliadas justamente, não importando qual é a sua política de dividendos.

Na quinta e última parte do artigo clássico de Modigliani e Miller (1961, p. 431), os autores abandonam os tão criticados pressupostos de perfeição de mercado de capitais e admitem, entre outros fatores, a existência do efeito “clientela” no mundo real. Para eles, se a distribuição freqüente de dividendos de uma empresa corresponder exatamente com a preferência de distribuição do investidor, a empresa tenderá a atrair para si uma clientela de investidores que possuem particularidades em comum. Porém, alguns clientes poderão dar mais valor a isso, o que impactará na valorização da empresa.

Essas constatações de M&M para um mundo real tinham de ser feita pelos autores em 1961, pois, naquela data, já existiam algumas importantes evidências empíricas sobre os dividendos. John Lintner, um dos primeiros pesquisadores do assunto, publicou em 1956 um estudo que mostrava alguns padrões observados pelas empresas. Em primeiro lugar, as organizações estabeleciam índices-alvo de pagamento de dividendos que pudessem manter no longo prazo, procurando aumentar os dividendos somente se pudessem mantê-los elevados no futuro. Outro fato observado era de que os administradores estavam muito mais preocupados com as eventuais variações nos dividendos do que com volume distribuído aos acionistas num primeiro momento.

Essas evidências extraídas da realidade das empresas e uma série de trabalhos empíricos se sucederam aos estudos de Modigliani e Miller no sentido de se abandonar os pressupostos necessários para a proposição de irrelevância dos dividendos. Ao fazer isso, uma série de outros trabalhos surgiu, principalmente os de natureza empírica, pois a realidade das empresas permite atacar os pressupostos de perfeição do mercado.

1.2.2 Teoria de que os dividendos são bons

Em uma frente contrária à teoria de irrelevância dos dividendos, vários pesquisadores defenderam que o comportamento das políticas de dividendos pode aumentar o valor das ações da empresa. Graham *et al.* (1962, p. 518) defendem que a distribuição de resultados por meio dos dividendos tem a capacidade de elevar o valor das ações, partindo-se da premissa de que o preço de uma ação é função de sua capacidade de pagamento de dividendos. Para os autores, duas empresas com o mesmo poder de geração de lucros e com a mesma posição em seu setor, aquela que pagar maiores volumes de dividendos quase sempre será negociada a um preço maior.

Gordon (1963) também defende a teoria de que os dividendos são bons, porém a partir do argumento de que os investidores racionais são avessos ao risco e, por isso, preferem receber dividendos. Os dividendos são ganhos certos no presente, ao passo que a valorização das ações é um evento incerto no futuro. Essa é a chamada teoria do “pássaro na mão” em alusão ao ditado popular que diz que mais vale um pássaro na mão do que dois voando. Para o autor,

como o valor de uma ação é uma função dos seus fluxos futuros de benefícios esperados – e os dividendos constituem uma parte desses benefícios –, um aumento no valor dos dividendos provocaria um aumento no valor da ação.

Damodaran (2004, p. 549) considera que essa justificativa não é válida para defender a distribuição de dividendos. O autor contra-argumenta a partir da observação de que os preços das ações caem um pouco menos do que o valor dos dividendos na data ex-dividendo, ou seja, ao pagar dividendos, a empresa faz com que o preço de suas ações caia hoje. Portanto, o autor conclui que a escolha não é entre dividendos certos hoje e ganhos de capital incertos no futuro, mas entre dividendos certos hoje e um montante quase equivalente em aumento de preço hoje.

A constatação de que os preços das ações caem em um montante menor do que os dividendos pode ser feita em Elton e Gruber (1970). Em uma pesquisa envolvendo os preços das ações nos dias ex-dividendos no período de 1966 a 1969, eles verificaram que a causa dessa queda de preços em um montante menor que o lucro distribuído – apenas 78% – sob a forma de dividendos era justificada pela tributação que o investidor estava sujeito, mais pesadamente sobre dividendos do que ganhos de capital. Uma outra confirmação empírica realizada pelos autores foi a de que o efeito clientela de M&M pode causar alterações na riqueza dos acionistas quando ocorrem mudanças nas políticas de dividendos das empresas.

Esse fato já era previsto por Modigliani e Miller em 1961. Porém, como os autores desconsideraram a presença de impostos, defendiam que mudanças na política de dividendos só alterariam a composição do retorno total para o acionista. Ou seja, se a empresa decidisse pagar mais dividendos hoje, o valor das ações refletiria tal evento e se ajustariam de modo a compensar o ganho em dividendos, eliminando retornos adicionais. Da mesma forma, se a empresa decidisse reinvestir seus lucros, isso acarretaria em uma valorização das ações na mesma proporção do que se fosse feita a distribuição de lucros como dividendos.

Friend e Puckett (1964) também criticam as proposições de M&M e se colocam a favor da distribuição de dividendos no mundo real. Em seu trabalho envolvendo mais de cem empresas agrupadas em cinco setores diferentes – químico, eletrônico, de utilidades elétricas, de alimentação e de aço – os autores realizaram uma regressão para verificar a relação entre

preço da ação (tratada como variável dependente) e dividendos distribuídos, retenção de lucros e uma relação lucro/preço (tratados como variáveis independentes).

A conclusão que Friend e Puckett (1964, p. 672) chegaram foi a de que a política de dividendos afeta – porém não fortemente – o valor da ação, com impactos diferentes para os setores analisados, com um peso maior nos setores de maior crescimento – química, eletrônica e de utilidades elétricas – do que nas indústrias mais estáveis – aço e alimentação. Assim, os autores sugerem que um dólar como dividendos tem um impacto maior no valor da ação do que um dólar de lucro retido na empresa.

Modigliani e Miller (1961) anteciparam a constatação desse fato e a justificaram afirmando que a eventual reação positiva do mercado em relação ao aumento de dividendos não se devia a política de dividendos propriamente dita, mas ao conteúdo informacional que um maior volume de dividendos pagos trazia. Caso essa sinalização não se refletisse na realidade da empresa, os investidores perceberiam esse fato e isso impactaria o valor de mercado da ação.

Miller e Scholes (1982), encontraram relações entre retorno de ações e o rendimento de dividendos. Nesse trabalho, os autores fizeram várias regressões utilizando o modelo CAPM com acréscimo do *dividend yield* estimado e a carga tributária sobre os dividendos e os ganhos de capital para o período de 1940 a 1978. A conclusão que chegaram foi a de que existe uma relação entre a taxa de retorno da ação e o *dividend yield* estimado nas mensurações de curto prazo, porém essa relação não foi evidenciada nas predições de longo prazo.

No mesmo ano, Morgan (1982) realizou seus estudos com base em três carteiras divididas de acordo com altos, baixos e nenhum *dividend yield*. Uma de suas principais constatações foi a de que o retorno anormal é positivamente relacionado ao *dividend yield*, realizado ou previsto, como requer a versão do CAPM após impostos. Esta inferência não é consistente com a proposta de Miller e Scholes para predições no longo prazo, porém, como disse o próprio Morgan, os métodos utilizados no seu trabalho não eram iguais aos de Miller e Scholes.

Um outro estudo empírico que analisou a relação entre dividendos e o modelo de risco e retorno do CAPM foi desenvolvido por Elton, Gruber e Rentzler (1983). Nesse trabalho, os autores fizeram um estudo com 20 carteiras diferentes durante os anos de 1927 a 1976. Os

resultados apontaram para uma forte relação entre o rendimento dos dividendos das ações e o retorno explicado pelo coeficiente beta do *Capital Asset Pricing Model*.

Considerando o poder de sinalização dos dividendos, Bueno (2000, p. 53) fez um trabalho relacionado à Teoria da Agência⁵. Para o autor, enquanto os administradores relutam em distribuir resultados para evitar a dependência de capital de terceiros e realizarem investimentos que garantirão o crescimento da empresa e de seus ganhos, os acionistas, ao contrário, podem desejar uma maior distribuição de lucros por não terem a certeza da rentabilidade dos novos investimentos. O pagamento de dividendos atuaria então como um sinalizador de uma situação financeira saudável no momento e de boas perspectivas futuras.

Pettit (1977) realizou um estudo empírico com base em carteiras de 914 investidores para verificar o efeito clientela no rendimento dos dividendos. Por meio de regressões com base na idade, renda e alíquotas de impostos dos investidores, o autor observou que empresas mais seguras, com investidores mais velhos e menos capitalizados, eram inclinadas a pagar mais dividendos do que empresas com investidores mais ricos e mais jovens.

Um estudo de caso realizado por Long Jr. (1978) também mostra a preferência por dividendos pelos acionistas. No início de 1956 a empresa americana Citizens Utilities Co. criou duas categorias de ações com as mesmas características, exceto quanto ao pagamento de dividendos. Enquanto uma classe de ações pagaria dividendos em ações a outra classe pagaria dividendos em dinheiro. Mesmo com a incidência de tributos apenas nesta última classe de ações, o que tornaria o seu ganho menor após a tributação, houve uma maior demanda por ela, ao invés da preferência pelas ações que pagariam dividendos em ações, isentas de impostos.

Lewellen *et al* (1978) também buscando verificar o efeito clientela na prática, obtiveram resultados parecidos com o de Pettit (1977). Os autores descobriram que as pessoas mais idosas, pessoas não muito bem empregadas, mulheres e pequenas famílias preferem o recebimento de dividendos em dinheiro ao invés de aguardar a valorização dos seus papéis. Para esse grupo de investidores não foi detectada correlação significativa entre suas

⁵ A Teoria da Agência foi proposta originalmente por Jensen e Meckling (1976) e trata dos conflitos de interesses entre proprietários e administradores das empresas, quando essas funções são realizadas por indivíduos diferentes.

preferências e o efeito tributário, mostrando que os acionistas, ou pelo menos essa parte deles, têm mais aversão ao risco do que preocupação com os impostos.

Mais recentemente, Knowles III e Petty (1992), estudaram a importância dos dividendos no retorno de ações a partir de quatro carteiras formadas com base no retorno – duas carteiras para alto retorno e duas para baixo. Os autores concluíram que as duas carteiras de ações baseadas no alto retorno de dividendos foram mais resistente quando o mercado encontrava-se em baixa e apresentaram um crescimento mais rápido quando o mercado estava em alta. Um outro fator positivo foi que as carteiras formadas pelas ações de maior retorno em dividendos apresentaram rentabilidade superior ao índice de mercado do que *portfólios* formados a partir de outras estratégias de investimento.

Uma pesquisa realizada junto aos administradores das empresas constatou que os dividendos parecem predizer algo sobre o futuro das organizações. Baker e Powell (1999) verificaram junto a 198 gerentes de empresas americanas a crença de que os dividendos afetam o valor da empresa. Tal crença é mais fortemente relacionada ao efeito da sinalização de mercado e, assim, os gestores se preocupam com a continuidade dos dividendos. Esse resultado independe do setor em que a empresa atua.

Porém, essas pesquisas foram contestadas por outra escola de pensamento que acredita que a distribuição de dividendos não é nem boa nem irrelevante para a empresa, mas sim danosa. Após apresentar os principais defensores dessa teoria será feita uma breve conclusão de toda a revisão bibliográfica levantada nesse trabalho com as principais considerações práticas.

1.2.3 Teoria de que os dividendos são ruins

Talvez o mais importante argumento contra o pagamento de dividendos seja o efeito da tributação maior sobre os dividendos do que sobre os ganhos de capital, obtidos em caso de valorização da ação. Como o investidor racional está interessado em aumentar a sua riqueza e, no mundo real, esse aumento de riqueza geralmente sofre tributação, o investidor tenderá a optar por um maior incremento líquido de seus ganhos. Logo, dará preferência para a valorização da ação e desprezará os dividendos.

Para que essa preferência por ganho de capital seja válida, os dividendos devem receber taxao maior que a valorizao das aes. Por isso, essa teoria contrria teoria do “pssaro na mo”, ou seja, quanto maior o *payout ratio* de uma empresa, menos suas aes so valorizadas no mercado.

Um importante trabalho que mostra que os dividendos so indesejados pelos acionistas foi realizado por Litzenberger e Ramaswamy (1979). Como visto anteriormente, o preo da ao aps a data ex-dividendo deve cair, para refletir a perda em dividendos para os investidores que compram a ao aps essa data. No entanto, os autores usaram rendimentos de dividendos atualizados todo ms e examinaram se os retornos totais em meses ex-dividendos estavam correlacionados com os rendimentos dos dividendos. Eles encontraram uma forte relao entre os retornos totais e o *dividend yield*, apoiando a tese de que os investidores so avessos aos dividendos. Isso foi reforado pela estimativa de diferencial de imposto implcito entre os ganhos de capital e os dividendos, que, segundo os autores, chegava a aproximadamente 23%.

Uma outra evidncia emprica a favor da teoria de que os dividendos no so desejados devido a sua tributao pode ser encontrada em Lakonishok e Vermaelen (1986). Os autores dessa pesquisa investigaram o volume de transaes com aes momentos antes do pagamento dos dividendos. Para comprovar a teoria de preferncia por ganhos de capital ao invs de dividendos, os autores mostraram que as aes que pagavam dividendos em dinheiro eram muito mais comercializadas do que aquelas que pagavam dividendos em ao, mostrando preocupao dos investidores com os efeitos tributrios no curto prazo.

Mesmo no caso em que os dividendos sejam tributados mesma alquota do ganho de capital, h um outro fator contra o pagamento de dividendos, relacionado com o aspecto temporal do dinheiro. Quando os acionistas recebem sua parte do lucro como dividendos, eles tm de recolher os impostos imediatamente (ou aps alguns dias) ao passo que os ganhos de capital, originados a partir da valorizao de suas aes, so tributados somente no momento em que esses ganhos so realizados, ou seja, somente quando as aes so vendidas.

Esse fato pde ser observado nos Estados Unidos em 1986, com a *Tax Reform Act*. Essa reforma tributria tinha o objetivo de simplificar o cdigo tributrio americano, e estabeleceu a mesma alquota de imposto para os dividendos e para os ganhos de capital. Porm, como os ganhos de capital so taxados apenas no momento da venda das aes, os investidores tinham

a opção de vender seus títulos em períodos que sua renda pessoal estivesse baixa, o que ocasionava redução dos impostos pagos.

Abandonando um pouco a questão da tributação, um dos motivos pelo qual um maior volume de dividendos distribuídos pode ser prejudicial às empresas ocorre quando a empresa emite novas ações para gerar caixa e pagar dividendos, ou mesmo quando a empresa integraliza mais ações e as distribui como bonificação. O problema dessa atitude é que o aumento da oferta de ações, ocasionado pelas novas emissões, tende a gerar um excesso em relação à demanda e tende a causar queda no valor das ações no mercado.

A distribuição de lucros em forma de dividendos também pode ser prejudicial à empresa em economias que desfrutam de poucas fontes de financiamento alternativo à retenção de lucros. Neste caso, a empresa terá dificuldades em levantar recursos junto a terceiros ou mesmo em renovar os empréstimos existentes. Além disso, em mercados onde os custos de emissão de novos títulos de dívidas ou ações forem muito altos, a empresa deverá pesar cuidadosamente a decisão de distribuir altos volumes de recursos em dividendos.

A própria existência de um efeito clientela tem algumas implicações negativas para as empresas, conforme detectado por Damodaran (2004, p. 552). O autor cita o exemplo das companhias telefônicas norte-americanas, que sempre pagaram altos volumes de dividendos, atraindo para si uma clientela que apreciavam essa política. Nos anos 90 muitas empresas entraram em novos negócios – entretenimento, multimídia etc. –, com necessidades de reinvestimento muito maiores. A idéia de cortar dividendos, mesmo que por um bom motivo, foi difícil de ser vendida aos seus investidores.

Vale lembrar que grande parte dessa teoria foi desenvolvida nos Estados Unidos, país onde os dividendos sofrem tributação de imposto de renda e, por isso, os aplicadores podem preferir o reinvestimento em ações. No Brasil, os dividendos são isentos de tributação enquanto os ganhos de capital são taxados em 15% pelo imposto de renda. Olhando somente por esse aspecto, pode-se concluir que a teoria de que os dividendos são ruins não se aplica totalmente ao Brasil e, assim sendo, a política de distribuição de dividendos tem uma importância ainda maior. Serão analisados agora alguns trabalhos realizados em países europeus e asiáticos e, depois, no Brasil.

1.3 Estudos sobre teoria de dividendos na União Européia e países asiáticos

Ao analisar a revisão bibliográfica sobre dividendos em outros países do mundo, tem-se a oportunidade de observar como as empresas de outras nações procedem quanto à distribuição de lucros. Como cada país tem uma legislação específica sobre dividendos e ganhos de capital, pode-se testar as diversas teorias vistas até o momento, analisando o comportamento dos investidores de acordo com cada particularidade.

Santos *et al* (2004) fez um importante levantamento de alguns estudos realizados em países com legislações diferentes específica sobre dividendos. Em Hong Kong não existe incidência de imposto sobre ganho de capital e nem sobre os dividendos distribuídos. Frank e Jagannathan (1998) escolheram esse país para provar a irrelevância da tributação na política de dividendos. Após realizarem um estudo desse mercado, os autores observaram que a média dos preços das ações no dia ex-dividendo era igual à metade da média dos dividendos pagos, descartando assim o efeito da tributação.

Para esclarecer melhor essa situação, considere que o valor da ação de uma empresa seja de \$ 2,00 e, após a apuração do lucro do exercício, seus gestores decidam distribuir \$ 1,00 em dividendo para cada ação. Supondo que os dividendos não sofram tributação, o valor da ação no dia ex-dividendo deve cair para \$ 1,00. Porém, se o valor da ação nessa data for de \$ 1,50, ficará provado que existem outros fatores influenciando no preço da ação que não somente a tributação. Foi isso que Frank e Jagannathan (*op. cit.*) verificaram no mercado de Hong Kong.

Milonas e Travlos (2001) analisaram, no período de 1994 a 1999, o comportamento dos preços nos dias ex-dividendos na bolsa de valores de Atenas, na Grécia, onde os dividendos e ganhos de capital também não sofrem tributação. Os pesquisadores observaram que no dia ex-dividendo os preços das ações caíram menos que os dividendos pagos, fato que não pode ser atribuídos aos impostos, devido a isenção total naquele país. Os autores também descartaram que as microestruturas daquele mercado foram fatores determinantes do resultado, pois foram consideradas constantes.

Um trabalho interessante foi desenvolvido na China por Milonas *et al* (2002) Naquele país, o ganho de capital não é tributado e os dividendos só pagam impostos se a valorização das

ações que o originaram superarem a taxa livre de risco do país. Traçando um paralelo para a nossa realidade, seria como o governo brasileiro cobrar imposto de renda somente sobre os dividendos das ações que renderam mais que um título da dívida pública federal. No mercado chinês, os autores estudaram as ações que não sofreram tributação e observaram queda no seu preço igual ao valor dos dividendos pagos, independente do rendimento do dividendo. No caso das ações tributadas, observou-se menor queda dos preços das ações do que o montante de dividendo ajustado a tributação, independente do *dividend yield*.

Em Portugal foi desenvolvida uma pesquisa envolvendo 34 empresas não financeiras listadas na Euronext Lisboa no período de 1990 a 2002. Benzinho (2004) replicou os estudos desenvolvidos por inicialmente por Lintner (1956), utilizando o mesmo modelo, porém com uma análise estatística a partir de um painel de dados, com o software STATA®. O objetivo do trabalho era mostrar quais variáveis explicavam a mudança no pagamento de dividendos. Os resultados mostraram que as variáveis independentes com maior poder de explicação foram lucro por ação (*earnings per share*) e os dividendos por ação do período anterior (*dividend per share*), o que explicaria a preocupação dos gestores em seguirem uma política de dividendos estável nas empresas.

Mesmo considerando as particularidades de Portugal ressaltadas naquela pesquisa, onde prevalece a regulação legislativa, uma baixa proteção aos investidores e um mercado de capitais incipiente com predominância de empresas familiares, as conclusões de Benzinho (*op. cit.*) estão de acordo com o verificado em economias mais desenvolvidas. Isso é mostrado nos trabalhos de Brittain (1966), Fama e Babiak (1968), Benartzi *et al.* (1997) e Dewenter e Wharther (1998) que também testaram e comprovaram o modelo de Lintner (*op. cit.*).

1.4 Estudos sobre teoria de dividendos no Brasil

Nesse trabalho, optou-se por separar a revisão da bibliografia brasileira da mundial. Isso porque a realidade econômica do Brasil – principalmente em relação ao mercado de capitais – é bem diferente da realidade dos países desenvolvidos, como por exemplo dos Estados Unidos, onde a grande maioria da teoria de dividendos foi desenvolvida e inicialmente

testada. Devido às essas particularidades, os resultados das pesquisas brasileiras não devem ser comparados diretamente com os resultados dos trabalhos internacionais.

Uma das características que torna mais interessante a questão dos dividendos no Brasil é o fato de a legislação prever o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, caso o estatuto da empresa seja omissivo. Ao forçar a empresa a pagar dividendos, reduz-se o volume de recursos em caixa à disposição dos administradores e obriga-os a investirem em projetos com valor presente líquido positivo para gerar fundos a serem distribuídos como dividendos.

Puggina (1974) realizou um estudo sobre o comportamento das cotações das ações negociadas na Bovespa durante o período de 1968 a 1972, abordando a questão do reinvestimento dos dividendos em ação. O autor concluiu que, no longo prazo, o reinvestimento de recursos trará retornos positivos ao acionista. No curto prazo, esse reinvestimento somente será vantajoso quando o mercado estiver em alta, chamado de Mercado Touro.

Santos (1994) buscou explorar os efeitos provocados pela utilização de índices defasados nas atualizações das demonstrações contábeis de empresas estrangeiras que possuíam investimentos no Brasil e a consequência da não utilização das variações do poder de compra das outras moedas para atualização desses investimentos. A pesquisa foi realizada com base em 49 empresas estrangeiras relativas ao período de 1978 a 1990. O autor demonstrou que os capitais aplicados no Brasil foram sendo diminuídos através de pagamentos de dividendos ao exterior, que assumiram características de repatriação de capital, além de pagamentos de impostos indevidos.

González (1998) desenvolveu uma revisão da literatura referente aos sinais implícitos que os dividendos enviam ao mercado. De acordo com o autor, a diminuição dos dividendos envia um sinal negativo ao mercado quando os investidores o interpretam como um alerta de futuros problemas financeiros que a empresa pode vir a enfrentar. De outra maneira, o aumento de dividendos também pode enviar um sinal negativo ao mercado se os analistas interpretá-lo como um sinal de que os projetos da firma não são tão lucrativos como eram no passado.

Por outro lado, conforme levantado por González (1998, p. 73), o aumento de dividendos pode enviar um sinal positivo ao mercado, visto que aumentos nos dividendos indicam que a empresa gerará suficiente fluxo de caixa para suportar o alto nível dos dividendos declarados.

Vê-se, nesse caso, que os dividendos atuam como um compromisso dos administradores perante os acionistas, aumentando a disciplina daqueles em relação aos projetos da empresa.

Porém, o estudo da autora não faz referência a nenhum caso onde a diminuição dos dividendos envia um sinal positivo ao mercado. Essa situação pode ocorrer quando a empresa possui bons projetos de investimento – cujo retorno supere as expectativas dos acionistas – e empresa decide financiá-los com a retenção de lucros, distribuindo menos dividendos.

Essas várias possibilidades de interpretação, nem sempre corretas por parte do mercado de capitais, são contestadas pela Hipótese de Mercados Eficientes – HME, proposta inicialmente por Fama (1970). Um mercado eficiente é aquele em que as todas as informações disponíveis aos investidores são refletidas nos preços das ações. Como todo modelo teórico, a HME possui algumas condições para que seja observada, conforme descritas por Hendriksen e Van Breda (1999, p.117):

- Não existem custos de transação na negociação de títulos;
- Todos os participantes do mercado têm igual acesso, e sem qualquer custo, a todas as informações disponíveis;
- Todos os participantes do mercado possuem expectativas homogêneas em relação às implicações da informação disponível.

Uma das principais implicações dessa teoria, de acordo com Ross *et al* (2002, p. 279), é a de que os investidores só devem esperar obter uma taxa normal de retorno, ou seja, não há maneira alguma de se obter lucros extraordinários ou anormais mediante o uso de informação. O conhecimento da informação, ao ser divulgada, não traz vantagem alguma a um investidor, pois o preço da ação ajusta-se antes de que ela possa ser negociada com ganhos.

A partir da publicação do trabalho de Eugene Fama em 1970, diversos pesquisadores buscaram verificar a ocorrência da Hipótese de Mercado Eficiente na realidade, testar seus pressupostos, analisar suas implicações etc. Não é intuito dessa pesquisa revisar esses trabalhos acadêmicos, mas serão abordados alguns estudos que foram feitos relacionando de alguma maneira a HME com a questão dos dividendos.

No intuito de verificar como as empresas brasileiras estavam pagando dividendos, Bueno (2000, p. 66), fez uma radiografia dos estatutos das 40 empresas brasileiras de maior liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo e detectou que 87,5% delas – a grande maioria portanto – optaram por seguir uma política de dividendos mais cautelosa e conservadora, distribuindo dividendos conforme previsto na Lei 6.404/76, ou seja, 25% do lucro líquido ajustado. Apenas 5% das empresas pagavam dividendos acima do previsto em Lei e 7,5% pagavam menos do que os 25% do lucro líquido ajustado.

Essa pesquisa mostra que, mesmo em alguns casos sendo facultativa a distribuição de dividendos de acordo com a legislação, como será visto no capítulo 2, a grande maioria das empresas brasileiras adota os percentuais previstos em Lei para distribuir lucros aos acionistas. Isso fortalece a importância desse trabalho que busca mostrar que a não consideração da correção monetária nas demonstrações contábeis provoca alterações no lucro das organizações e, em consequência, causa distorções na política de dividendos e na riqueza dos acionistas.

O referido autor também estudou a relação entre o rendimento dos dividendos das empresas brasileiras e as taxas de retorno de suas ações para o período de julho de 1994 a dezembro de 1999. Bueno (*ibid.*) construiu três diferentes carteiras, separando as empresas em alto, baixo e zero rendimentos e comparou essas carteiras com o desempenho das ações das respectivas empresas mês a mês. As evidências empíricas não permitiram comprovar que as ações de altos rendimentos possuíram as maiores taxas de retorno do que as ações com baixo ou zero rendimento (*yield*).

Uma importante consideração que o autor faz, que está em sintonia com a Hipótese de Mercado Eficiente, é a de que os investidores que procuram “bater” o mercado, ou seja, obter retornos anormais devem ter em mente que não foram encontradas evidências empíricas que suportem quaisquer estratégias de investimentos com base no *yield* das ações, ou seja, não se deve esperar que investimentos em ações de alto, baixo ou zero *yields* apresentem taxas de retorno capazes de superar o índice da Bolsa – Ibovespa (Bueno, *ibid.*, p.146).

Contraditório a isso, Santos *et al.* (2004) encontraram em um estudo envolvendo 52 empresas brasileiras de 13 setores de atividades econômicas listada na Bovespa no ano de 2001. Ao analisarem 378 eventos de distribuição de dividendos e Juros Sobre Capital Próprio (JSCP),

as evidências empíricas apresentadas no trabalho demonstram que a queda nos preços das ações nos dias ex-dividendos e ex-Juros Sobre Capital Próprio não são provenientes exclusivamente da tributação. Os autores chegaram a essa conclusão por meio da constatação de diferenças significativas dos valores observados na pesquisa com os valores teóricos de Elton e Gruber (1970).

Foi observado ainda que o mercado brasileiro permite ganhos extraordinários, pois os preços de algumas ações estavam elevados no primeiro dia em que foram negociadas como ex-dividendo ou ex-Juros Sobre Capital Próprio, fazendo com que estratégias de investimentos que envolvessem a compra de ações no dia anterior e sua respectiva venda no dia-ex, com recebimento de dividendos, resultassem em ganhos significativos. Os autores mostraram que essa ineficiência de mercado pode ser explicada à luz da Teoria das Microestruturas de Mercado. (Santos *et al* 2004, p. 196).

Figueiredo (2002) investigou a relação entre alterações na política de dividendos e mudanças nos ganhos futuros de 324 empresas brasileiras no período de 1986 a 2000. Para depurar o efeito inflacionário desse período, os dados contábeis e de mercado foram corrigidos pelo IGP-DI da FGV. Utilizando dois modelos extraídos da literatura, o autor analisou basicamente a correlação entre a taxa de alteração dos dividendos por ação e as mudanças nos lucros. Foi constatada alta correlação positiva entre alterações de dividendos e mudanças de lucros, porém, os resultados não forneceram evidências suficientes para suportar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos sobre ganhos futuros da organização.

Abreu (2004, p. 113) realizou um trabalho com empresas brasileiras de capital aberto no período de janeiro de 1996 a dezembro de 2002 e observou a ocorrência de correlações positivas entre o *yield* da ação e a sua valorização no mercado em todos os anos e triênios do período pesquisado, diferente de Bueno (2000). O autor notou que essa correlação, embora irregular e, em alguns casos pouco elevada, foi maior quando considerados períodos de tempos maiores. Uma outra evidência empírica observada foi que as ações com elevadas proporções de proventos/preço possuíam uma rentabilidade maior se comparadas com ações de baixa relação provento/preço.

Loss e Sarlo Neto (2003) fizeram uma extensa revisão bibliográfica para responder o seguinte questionamento: Tendo em vista os argumentos teóricos e os estudos empíricos desenvolvidos

até então, que importância pode-se atribuir à política de dividendos? Os autores utilizaram o enfoque dos dividendos como sinalização ao mercado, problemas de agenciamento e efeito clientela. Quanto à hipótese de sinalização, não se pôde afirmar que os resultados forneceram apoio irrefutável ao conteúdo informacional dos dividendos, embora fora encontrada uma evidência favorável à idéia de que os gestores utilizam a política de dividendos para enviar sinais ao mercado.

Quanto à abordagem da hipótese do agenciamento, os autores encontraram apoio mais forte à idéia de que os dividendos são utilizados como redutores de conflitos, não sendo, portanto irrelevantes. Já na abordagem da preferência tributária e do efeito clientela, os resultados obtidos foram bem diversificados, com praticamente o mesmo número de trabalhos que apoiaram e rejeitaram o efeito clientela, mostrando uma falta de consenso na literatura. (Loss e Sarlo Neto, 2003, p. 51).

Scherer e Martins (2003) fizeram uma revisão da literatura contábil relacionada ao capital que pode ser distribuído como dividendos. Centrando suas análises basicamente sobre as obras de Szuster (1985), Fava (1989) e Belli (1994) os autores verificaram que o conceito de manutenção do capital físico – que considera os preços de reposição dos ativos – é o mais relevante para uma série de propósitos, entre eles a determinação do lucro passível de distribuição. Exceção a essa regra se dá basicamente quando os ativos apresentam reduções reais de preços, quando o ciclo de caixa da empresa é negativo⁶ e em períodos de queda do nível geral de atividade da economia.

Freire e Lima (2003) buscaram evidências empíricas da relação entre o comportamento dos *dividend yield* e os lucros anormais⁷, tendo como hipótese de pesquisa que uma maior distribuição de dividendos é capaz de gerar lucros anormais para as empresas negociadas na Bovespa. Para isso, os autores aplicaram o modelo de Ohlson na base de dados da pesquisa – 67 títulos ações ordinárias e preferenciais no período de 1996 a 2001 – tendo o lucro anormal como variável dependente e o *dividend yield* como variável independente. Os resultados da análise de regressão apresentaram baixo poder explicativo (baixo R^2) para o modelo

⁶ Situação onde o ciclo operacional da empresa é inferior ao seu prazo médio de pagamento de fornecedores.

⁷ O valor dos lucros anormais foi calculado por intermédio da aplicação da taxa livre de risco (rendimento da poupança) ao valor inicial do patrimônio e subtraído do resultado do período.

proposto, indicando que os dividendos não explicam o lucro anormal das companhias brasileiras de capital aberto.

Já Lopes e Carvalho (2003), estudaram o poder que o tradicional modelo de desconto de dividendos possui na explicação do comportamento dos preços das ações negociadas na Bovespa em comparação com os números contábeis, utilizando o modelo proposto por Ohlson (1995). O modelo de Ohlson forneceu o arcabouço para que se pudesse relacionar o valor da empresa com informações contábeis. Os resultados mostraram que o poder explicativo do modelo baseado em dados emanados da contabilidade – patrimônio legal por ação e resultados anormais – foi ligeiramente superior àquele baseado no valor dos dividendos futuros, na maioria dos períodos analisados (dezembro de 1995 a abril de 2000).

O efeito clientela dos dividendos no mercado brasileiro foi analisado por Procianoy e Verdi (2002) para os anos de 1989 a 1993, período em que os dividendos eram isentos de tributação e os ganhos de capital eram taxados em até 25%. Os resultados contrariaram o modelo teórico de Elton e Gruber (1970) a partir da constatação de que os investidores pagaram, por uma ação sem direito a dividendos, um valor maior do que foi pago quando a ação ainda tinha direito de recebê-los em 47% dos eventos estudados.

Mais recentemente, Abreu (2004, p. 110), realizou algumas adaptações das proposições de Modigliani e Miller e o modelo de Fluxo de Dividendos Descontados à realidade tributária brasileira e observou que as proposições de M&M não podem ser aplicadas diretamente à realidade brasileira devido à existência da possibilidade dos Juros sobre Capital Próprio da base de cálculo do Imposto de Renda das Empresas. Para o autor, as proposições de M&M são atenuadas pelo incentivo tributário dos JSCP e é capaz de tornar superior o valor da empresa que se utiliza desse benefício fiscal, ao contrário de outras empresas similares que não o fazem.

Por fim, Firmino *et al* (2004) testaram a preferência dos investidores por ações que pagam maiores dividendos no mercado brasileiro no período de 1996 a 2002. Para isso, selecionaram 58 empresas com representativa participação na Bolsa de Valores, separando-as em dois grupos, um com empresas de maior *dividend yield* e outro com empresas com mais baixo índice de *dividend yield*. Os resultados dos testes estatísticos não confirmaram a presença de retorno anormal entre as ações dos diferentes grupos nem tampouco a preferência do

investidor por ações de empresas que mais distribuíram lucros na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio.

1.5 Algumas Considerações sobre a Teoria de Dividendos

O trabalho de Modigliani e Miller colocou em cheque a crença existente até então de que os dividendos ditavam o valor da empresa e que deu impulso a toda discussão sobre a relevância da política de dividendos no valor da empresa. Porém, o estudo foi embasado em pressupostos de perfeição de mercado muito difíceis de serem observados na realidade. Foi ressaltada a grande contribuição dos autores para a Teoria de Dividendos e mostrado vários trabalhos empíricos que contradisseram o pressuposto de irrelevância de M&M, principalmente porque as imperfeições da realidade das empresas não são capazes de anularem de forma que a irrelevância dos dividendos se mantenha.

Os defensores de que a distribuição de dividendos é positiva têm pelo menos três fortes argumentos a seu favor. O primeiro é o efeito clientela, que tem o poder de atrair para a empresa investidores interessados em dividendos regulares. O segundo fator é conhecido como “pássaro na mão”, que argumenta que os investidores racionais são avessos ao risco e por isso preferem o pagamento de dividendos ao invés de valorização das ações. Por último, tem-se o poder de informação que os dividendos possuem. O pagamento de dividendos atuaria então como um sinalizador de uma boa situação financeira da empresa e isso reflete positivamente no valor da ação.

A escola de que os dividendos são ruins tem como principal defesa a questão tributária. Como os dividendos geralmente são taxados mais pesadamente do que os ganhos de capital, os investidores tenderiam a dar mais valor aos ganhos de capital. Além disso, os dividendos são taxados no momento do recebimento enquanto os ganhos de capital sofrem tributação apenas na vendas das ações, o que dá ao investidor a liberdade de escolher quando quer pagar os impostos. Para a empresa, altos índices de *payout ratio* podem comprometer sua situação financeira a partir do momento que a empresa tenha de buscar recursos por meio de novas dívidas e ações e arcar com os altos custos de emissão desses instrumentos.

Como visto, os vários estudos realizados não parecem convergir para uma solução única, tanto no Brasil quanto no exterior. Porém, independente da política de dividendos da empresa, o que ficou claro é que essa decisão tem muitos reflexos tanto para as organizações quanto para os acionistas e tem que ser tratada com muita cautela por parte dos gestores empresariais. Foi visto também que os dividendos são geralmente calculados com base no lucro do exercício e essa constatação será importante para o desenvolvimento do capítulo 4.

No próximo capítulo, será examinada a legislação brasileira que obriga o pagamento de um dividendo mínimo – caso o estatuto da empresa seja omissivo nesse sentido – e também será abordada a figura dos Juros Sobre Capital Próprio, que pode ser entendida como uma forma de remuneração do capital dos acionistas da empresa. No capítulo subsequente, será estudada e a sistemática da correção monetária das demonstrações contábeis para depois, no último capítulo, será verificado como os efeitos inflacionários se relacionaram com a distribuição de dividendos para as empresas brasileiras nos anos de 1996 a 2004.

2 LEGISLAÇÃO BRASILEIRA SOBRE DIVIDENDOS E A FIGURA DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO

Após apresentada a discussão teórica acerca das decisões sobre os dividendos, assim como o seu impacto para as empresas e acionistas, este capítulo trata da legislação brasileira que aborda a questão da destinação dos lucros empresariais, a figura do dividendo mínimo obrigatório e a tributação incidente sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital. Também será analisada uma forma de remuneração ao acionista que possibilita às empresas um benefício fiscal, conhecido como Juros sobre Capital Próprio, criado após a extinção da Correção Monetária de Balanço. Todos esses aspectos conferem à realidade brasileira aspectos próprios que serão considerados neste trabalho.

2.1 A Legislação Brasileira sobre os Dividendos

As sociedades por ações brasileiras são regulamentadas, atualmente, pela Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976⁸, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Essa lei manteve basicamente os mesmos direitos essenciais dos acionistas que o previsto na legislação anterior, o Decreto-lei 2.627 de 26 de setembro de 1940. Antes de 1976 a legislação brasileira não previa pagamento de dividendo mínimo, ficando a cargo da empresa a decisão sobre o montante de lucros a distribuir. Já a Lei das S.A., trouxe um capítulo específico (capítulo XVI) sobre lucros, reservas e dividendos. O art. 201 da seção III da lei 6.404/76 diz o seguinte:

“A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5.º do art. 17.”

O artigo 202 regulamenta o dividendo obrigatório:

⁸ Com alterações de alguns dispositivos pela Lei 9.249 de 26 de dezembro de 1995, Lei 9.457 de 5 de maio de 1997 e Lei 10.303 de 2001 que altera dispositivos da Lei 6.404/76

“Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou, se este for omissivo, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

I – quota destinada à constituição da reserva legal (art. 193);

II – importância destinada à formação de reservas para contingências (art. 195), e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;

III – lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva (art. 197), e lucros anteriormente registrados nessa reserva que tenham sido realizados no exercício.

§ 1.º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2.º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo.”

O parágrafo 3.º trata dos dividendos em companhias fechadas, que não é o foco deste trabalho. O parágrafo 4.º desobriga a companhia de pagar o dividendo mínimo no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da empresa. O Conselho Fiscal deverá, no entanto, dar um parecer sobre essa informação encaminhá-lo à Comissão de Valores Mobiliários no prazo de cinco dias da realização da assembleia geral.

Nesse parágrafo, pode-se observar que a empresa, em eventuais circunstâncias, pode ficar desobrigada de pagar o dividendo obrigatório, desde que obedeça as disposições da Lei. Porém, essa regra é válida apenas para os acionistas que possuam ações ordinárias, pois o Art. 203, na sequência, diz o seguinte:

“O disposto nos Arts. 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos.”

Os Artigos 194 a 197 dispõe sobre a constituição de Reservas de Lucros. O artigo 194 regulamenta as Reservas Estatutárias, o artigo 195 discorre sobre as Reservas para Contingências, o artigo 196 sobre a retenção de lucros previstas em orçamento de capital e o artigo 197 legisla sobre as Reservas de Lucros a Realizar. O artigo 202 foi inteiramente descrito acima e trata da figura do dividendo obrigatório. Todas as disposições desses artigos

não podem prejudicar os dividendos dos acionistas preferenciais, como estabelecido no artigo 203 acima.

Quanto à periodicidade do pagamento, a empresa poderá pagar dividendos em períodos menores que um ano, dentro dos termos do estatuto, desde que não exceda o montante das reservas de capital da empresa. Isto está previsto no § 1.º do Art. 204. O Art. 205 trata da forma de pagamento dos dividendos, que poderá ser em ações nominativas, cheque nominativo ou depósito em conta corrente.

Em relação ao prazo para o pagamento dos dividendos, o Art. 132 afirma que a empresa deverá convocar anualmente uma assembléia geral, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social para deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. O prazo de pagamento, descrito no Art. 205, não poderá ultrapassar sessenta dias do anúncio da distribuição, salvo deliberação em contrário da assembléia geral.

A destinação dos lucros também é tratada no § 4.º do Art. 134 da referida Lei: “Se a assembléia aprovar as demonstrações financeiras com modificação no montante do lucro do exercício ou no valor das obrigações da companhia, os administradores promoverão, dentro de 30 (trinta) dias, a republicação das demonstrações, com as retificações deliberadas pela assembléia; se a destinação dos lucros proposta pelos órgãos de administração não lograr aprovação (art. 176, § 3.º), as modificações introduzidas constarão da ata da assembléia.

Como no mercado brasileiro existe a predominância de ações preferenciais sendo negociadas nos pregões da Bolsa, uma vez que as ações ordinárias estão nas mãos de poucos controladores que geralmente não as negociam, outros importantes aspectos da Lei 6.404/76 serão levantados no tocante aos dividendos das ações preferenciais. O Art. 17 trata das vantagens das ações preferenciais:

“I – constituem, salvo no caso de ações com direito a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, no direito a dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias;

II – sem prejuízo do disposto no inciso anterior e no que for com ele compatível, podem consistir:

- a) em prioridade na distribuição de dividendos;
- b) em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;
- c) na acumulação das vantagens acima enumeradas.

III – na acumulação das vantagens acima enumeradas.

§ 1.º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

§ 2.º Salvo disposição em contrário do estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas estar assegurado dividendo igual ao mínimo.

(...)

§ 5.º O estatuto pode conferir às ações preferenciais, com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1.º do art. 182.

§ 6.º O pagamento de dividendo fixo ou mínimo às ações preferenciais não pode resultar em que, da incorporação do lucro remanescente ao capital social da companhia, a participação do acionista residente ou domiciliado no exterior nesse capital, registrada no Banco Central do Brasil, aumente em proporção maior do que a do acionista residente ou domiciliado no Brasil.”

O § 3.º e o § 4.º tratam da correção monetária dos dividendos. Os dividendos são deliberados em uma assembléia geral que pode ocorrer até quatro meses após o término do exercício social (art. 132 da Lei 6.404/76) e ser pago até dois meses após sua deliberação (art. 205 § 3.º da Lei 6.404/76), totalizando seis meses após o encerramento do exercício. Para que os acionistas não fossem prejudicados pelo efeito da inflação desse período, era prevista a correção monetária dos dividendos. Porém, esta cláusula foi extinta em 1995 pela Lei 9.249.

Interessante notar que a legislação brasileira, como forma de proteger o acionista minoritário, estabelece no seu Art. 152, parágrafo 1.º que o estatuto que fixar o dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, poderá atribuir aos administradores uma participação no lucro da companhia, desde que respeitado alguns limites. Pode-se observar que a Lei procura alinhar os interesses dos gestores da empresa ao dos acionistas através da política de dividendos, fornecendo um incentivo para a distribuição de lucros em dividendos.

Nesse sentido, um trabalho interessante foi desenvolvido por La Porta *et al* (2000). A pesquisa analisou 4.000 empresas em 33 países onde as proteções legais para os acionistas minoritários eram diferentes, pela abordagem do agenciamento de dividendos. A análise *cross-section* permitiu observar que, empresas que operam em países com maiores proteções para os acionistas minoritários pagaram mais dividendos, embora alguns acionistas estivessem dispostos a postergar o recebimento de dividendos caso a empresa vislumbrasse alguma boa oportunidade de investimento. Os autores, porém, não encontraram evidências conclusivas do efeito da taxação nas políticas de dividendos nem no seu poder de sinalização ao mercado, embora os resultados sejam consistentes com a idéia de que a política de dividendos das empresas pode transmitir informação para alguns investidores.

Um último aspecto que gostaríamos de ressaltar no tocante às ações preferenciais, que consta no § 1.º do Art. 111 da referida Lei, é que as ações preferenciais adquirirão o exercício a voto no caso de a empresa deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus pelo prazo estabelecido no estatuto, desde que não superior a três exercícios consecutivos. Esse direito permanecerá até o pagamento de tais dividendos.

Com relação à incidência do imposto de renda sobre os dividendos recebidos, foi promulgada no dia 26 de dezembro de 1995 a Lei 9.249, que alterou a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas. O Art. 10 dessa Lei diz o seguinte:

“Os lucros ou **dividendos** calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, **não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte**, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior”. (grifo nosso).

Observa-se que, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, o pagamento de dividendos pelas empresas brasileiras não sofre tributação do imposto de renda desde 1996⁹. Isso faz com que parte da teoria de dividendos, que foi desenvolvida pelos americanos, não se aplique mais à realidade brasileira. A teoria de que os dividendos são ruins porque recebem tributação de imposto de renda, conforme visto anteriormente, não possui aplicações práticas no Brasil atualmente.

⁹ Antes de 1996 os dividendos eram tributados conforme Lei 7.713/1988 e Lei 8.383/1991.

Com relação à incidência de imposto de renda sobre os ganhos de capital, que ocorrem na valorização da ação, já foram tributados em 25% em 1993 e 1994, sendo reduzido para 10% em 1995, aumentado para 15% no ano de 2000, passando em 2001 para uma alíquota de 20% e estando, desde dezembro de 2004, tributado em 15%. O imposto é pago no momento da venda dos títulos, conforme artigo 117 do Regulamento do Imposto de Renda de 1999.

Nesse trabalho não se discutirá a interferência do Estado na distribuição de lucros empresariais. Porém, cabe ressaltar que esse instrumento legal teve sua importância no desenvolvimento inicial de um mercado primário de ações, ainda incipiente no Brasil em 1976 e forneceu maior segurança aos acionistas minoritários interessados em investir seus recursos nas empresas de capital aberto.

2.2 A figura dos juros sobre capital próprio

Como visto, até 1995, a legislação brasileira permitia a correção monetária dos ativos não-monetários e do patrimônio líquido, que era consolidada em uma conta de apuração e levada para a demonstração do resultado do exercício, fazendo com que os efeitos inflacionários fossem apurados nas demonstrações contábeis e, principalmente, no lucro líquido do período. Com a extinção da correção monetária, foi criada a figura dos Juros sobre Capital Próprio – JSCP.

Os JSCP podem ser entendidos como uma forma de remuneração do capital dos acionistas cujo valor pode ser deduzido do resultado da empresa como uma despesa financeira, reduzindo dessa maneira a base de cálculo do imposto de renda e, conseqüentemente, a carga tributária da empresa. Ele foi introduzido no Art. 9.º da Lei 9.249/95 que dizia o seguinte:

“A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.”

O parágrafo 1.º do referido artigo discorre sobre o efetivo pagamento ou crédito dos juros, que ficará condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de

lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.

Ainda de acordo com essa Lei, os JSCP sofrerão incidência de 15% de imposto de renda na fonte, descontado na data do pagamento ou do crédito ao beneficiário, sendo considerado antecipação do imposto devido na declaração de rendimentos – para pessoa jurídica tributada com base no lucro real – ou tributação definitiva – no caso de pessoa física ou pessoa jurídica não-tributada com base no lucro real.

O Ato Declaratório Normativo n.º 13, de 27 de maio de 1996, da Secretaria da Receita Federal, dispôs o limite para fins de dedutibilidade, como despesa financeira do valor dos juros pagos ou creditados, ainda que capitalizados, a título de remuneração do capital dos acionistas em 50% do lucro líquido do período ou dos lucros acumulados em períodos anteriores, dos dois o maior. A Lei 9.430/1996 incluiu as reservas de lucros na base de cálculo desse limite e passou a desconsiderar os Juros sobre Capital Próprio como uma despesa dedutível do imposto de renda no caso de ser incorporado ao capital social ou mantido em reserva de capital, ao invés de serem pagos.

Um aspecto interessante da legislação brasileira, é que os Juros sobre Capital próprio podem ser imputados aos dividendos de que trata a Lei 6.404/76, ou seja, pode ser acrescentado no cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Como o JSCP é dedutível do imposto de renda na pessoa jurídica, representaria para as empresas um benefício fiscal. Porém, para a pessoa física, os JSCP sofrem a alíquota de 15% de imposto de renda, diferentemente do tratamento tributário dos dividendos, que se tornaram isentos de imposto de renda por essa mesma Lei (art. 10).

A partir de janeiro de 1997, o valor dos JSCP pôde ser deduzido também da contribuição social sobre o lucro líquido das empresas – CSSL, limitado a 50% do lucro efetivo, reduzindo ainda mais a carga fiscal sobre o lucro. Essa dedutibilidade da CSSL sofreu uma tentativa de extinção pela Lei 9.779 de 1999, mas que não teve êxito, sendo revogada pouco tempo depois pelo Art. 13 da Medida Provisória 1.807/99.

Porém, as empresas que iniciaram suas atividades após a publicação da Lei 6.404/76, ou abriram capital após essa data, ou mesmo estabeleceram em seus estatutos uma política específica de dividendos que atendessem as suas particularidades, não estão obrigadas a seguir a legislação brasileira sobre dividendos mínimos obrigatórios.

Garcia e Bugarin (2002) fizeram um estudo do papel dos dividendos mínimos obrigatórios¹⁰ no valor de mercado das empresas estatais sob a ótica da Teoria dos Contratos. Os autores concluíram que, quando o governo decide impor um índice mínimo de distribuição de lucros, o administrador público tende a se endividar a um nível maior que o adequado como forma de compensar a redução dos recursos à sua disposição. Assim sendo, o relevante crescimento dos dividendos arrecadados pela União nos últimos anos pode, na verdade, estar sendo custeado através do aumento do endividamento das estatais, o que contribuiria para um aumento da dependência do patrimônio público em relação ao capital de terceiros.

Por sua vez, Oliveira (1997, p. 101) aponta algumas distorções que os Juros Sobre Capital Próprio podem causar. O primeiro diz respeito à incomparabilidade entre os resultados das empresas, pelo fato de ser opcional e não aplicável a empresas que não possuam resultados suficientes. O segundo é com relação ao fato de ser registrado como despesa, distorcendo seu conceito econômico. A deliberação 207 de 13/12/96 da CVM orienta que os JSCP seja contabilizado diretamente à conta de lucros ou prejuízos acumulados, mas admite seu registro como despesa, desde que haja a reversão do seu valor no final da demonstração de resultado do exercício.

Para Martins (2003, p. 35) a figura dos Juros sobre o Capital Próprio tem como objetivo tratar certos dividendos ou lucros distribuídos como se fossem juros calculados sobre o patrimônio líquido. Tendo em vista o caráter optativo e as limitações de ordem legal, acaba transformando-se, na prática, num arremedo de custo de oportunidade, e não um valor de significado econômico compatível com seu próprio nome.

Assaf Neto (2006a, p. 265) afirma que a inclusão dos juros sobre o capital próprio nos demonstrativos de resultados, conforme previsto pela legislação atualmente, não deve ter a

¹⁰ Ver Decreto n.º 2.673 de 16 de julho de 1998 que fixa em 25% o percentual mínimo do lucro líquido do exercício a ser distribuído sob a forma de dividendos pelas empresas estatais.

pretensão de apurar o custo de oportunidade do acionista. O conceito de custo de oportunidade do capital próprio é mais rigoroso e equivale à taxa mínima de atratividade requerida pelos investidores para realizar um investimento. Como a base de cálculo dos JSCP é a taxa de juros de longo prazo (TJLP), nada tem a ver com o risco da empresa e, conseqüentemente, com o custo de oportunidade do investimento. No entanto, o autor ressalta que o desembolso dos Juros Sobre Capital Próprio pode ser interpretado como se fosse dividendos para apuração do dividendo mínimo legal obrigatório da empresa e é exatamente isso que será feito nessa pesquisa.

A Lei 9.249/95 promoveu uma severa modificação na legislação tributária brasileira, eliminando a taxação dos dividendos distribuídos a partir de 1996 e permitindo que parte dos dividendos fosse tratada como Juros sobre o Capital Próprio. Enquanto os JSCP podem ser deduzidos do imposto de renda – e posteriormente da contribuição social – a referida lei enquanto manteve inalterada a tributação sobre os ganhos de capital. Acrescenta-se a essas alterações introduzidas pela nova legislação, a extinção da correção monetária das demonstrações contábeis, tema do próximo capítulo, que fornece mais um adicional na validade da verificação desses efeitos sobre a distribuição de dividendos no Brasil após 1995.

Expressas essas opiniões sobre a figura dos juros sobre capital próprio, encerra-se esse capítulo ressaltando que, tanto a legislação brasileira de dividendos e tributação dos lucros quanto a figura dos juros sobre capital próprio após 1995 reforçam a importância de estudos que analisam esses aspectos com mais atenção.

3 CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇOS E CORREÇÃO INTEGRAL

A primeira lei a dispor sobre a correção monetária das demonstrações contábeis no Brasil foi a 3.470/58. Apesar de não torná-la obrigatória, essa legislação impunha algumas regras, tais como o índice a ser utilizado (que não poderia ser superior ao índice oficial) e as contas a serem corrigidas (somente ativo imobilizado). Antes de 1958 a correção monetária era permitida em alguns casos, mas com caráter excepcional, tendo uma metodologia parecida com a reavaliação de ativos¹¹.

A Lei 6.404/76 tornou obrigatória a correção monetária das demonstrações contábeis para as empresas brasileiras de capital aberto. Posteriormente, por meio do Decreto-lei n.º 1.598 de 1977, a legislação do Imposto de Renda estendeu essa obrigatoriedade para todas as pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real. A sistemática adotada pela legislação, também válida para fins de cálculo do lucro tributável, é simples e se processa da seguinte maneira:

1. Aplica-se o índice de inflação do período sobre o total do Ativo Permanente (AP), através de um lançamento a débito. Em contrapartida, credita-se uma conta denominada “Correção Monetária de Balanço”. Em contas retificadoras do ativo (como depreciação) o lançamento é inverso;
2. Aplica-se o índice de inflação do período sobre o total do Patrimônio Líquido (PL), com exceção do resultado do período, por meio de um lançamento a crédito na reserva de capital. Em contrapartida, debita-se a conta “Correção Monetária de Balanço”;
3. O saldo da conta “Correção Monetária de Balanço”, que é uma conta de Resultado, é lançado na Demonstração do Resultado do Exercício, após o resultado operacional. Se o saldo for credor, indica ganho com inflação. Se devedor, expressa perda monetária.

¹¹ Para uma revisão histórica mais completa da correção monetária no Brasil recomenda-se a obra de Oliveira (1997).

3.1 Significado da Correção Monetária de Balanços

A correção monetária das demonstrações contábeis nada mais é do que a correção do custo histórico dos ativos e passivos registrados pela contabilidade. Martins (2003, p. 35) salienta que corrigir-se o custo histórico pelo índice de inflação não é abandonar-se o princípio do custo histórico como base de valor e sim manter-se o custo histórico, mas abandonar uma moeda altamente inflacionada que não tem valor para comparações no tempo. O custo original continua a base de valor, mas transformado em moeda mais constante em termos de seu real poder de compra.

Para evidenciar melhor o mecanismo da Correção Monetária de Balanços, elaborou-se a figura 1. Nela pode-se visualizar que a correção dos itens do Ativo Permanente gerará um lançamento a crédito na conta que apura o resultado com a correção monetária. Enquanto isso, a correção do Patrimônio Líquido ocasionará um lançamento a débito nessa mesma conta. No final do exercício, o saldo dessa conta revelará se a empresa obteve um ganho ou uma perda com a inflação. Esse resultado será transferido para a demonstração do resultado – item não operacional – e afetará o lucro ou prejuízo do exercício.

Figura 1 – Mecanismo da Correção Monetária de Balanços

Porém, desde já, deve-se esclarecer que o raciocínio da sistemática da Correção Monetária de Balanços não deve ser que o Ativo Permanente gera ganho com inflação e que o Patrimônio Líquido gera perda monetária. Apesar de o mecanismo para obtenção do resultado com a CMB ser exatamente esse, o entendimento da técnica deve ser outro. Para tornar claras as exposições a seguir, será utilizado um exemplo didático onde não se atentará aos detalhes de contabilizações de eventos complexos e operações problemáticas, pois não é essa a finalidade. Ao contrário, buscar-se-á esclarecer a essência do raciocínio da correção monetária e como ela reflete os efeitos inflacionários nas demonstrações financeiras.

A Correção Monetária de Balanços apura os efeitos do processo inflacionário por meio dos itens não monetários que são o Ativo Permanente e o Patrimônio Líquido, diferentemente da Correção Monetária Integral que será vista a seguir, onde o impacto da inflação é evidenciado a partir dos itens monetários, que é a maneira mais correta de se proceder. Mas, apesar de apurar o efeito inflacionário por um outro lado, o saldo da CMB refletirá as perdas sobre os ativos monetários da empresa, mesmo objetivo da CMI. (FIPECAFI, 1994, p. 28).

Foi mostrado que o mecanismo da Correção Monetária de Balanços não prevê a atualização de nenhuma conta da demonstração do resultado do exercício. Os quadros 1 e 2 apresentam, de forma sintética, a estrutura do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado de Exercício, que vão ser necessários para desenvolver as análises subseqüentes.

O Balanço Patrimonial assume grande importância na visualização da estrutura patrimonial da empresa e é uma peça fundamental para se entender como o processo de perda do poder aquisitivo da moeda influencia seus elementos. Sua forma de apresentação, com os elementos do Ativo no lado esquerdo e do Passivo e Patrimônio Líquido (quando este não é negativo) no lado direito, facilita a visão dos ganhos e perdas monetários da inflação. Além disso, como as contas são ordenadas das mais líquidas para as menos líquidas, a divisão entre ativos e passivos monetários também é facilitada.

Quadro 1 – Estrutura do Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO
Ativo Circulante Disponibilidades Aplicações Financeiras Contas a receber Estoque de mercadorias Despesas Antecipadas	Passivo Circulante Fornecedores Contas a Pagar Obrigações Sociais e Trabalhistas Financiamento Capital de Giro Dividendos propostos
Ativo Realizável a Longo Prazo Aplicações Financeiras Impostos a Recuperar	Passivo Exigível a Longo Prazo Financiamentos Provisões
Ativo Permanente <i>Investimentos</i> Participações em Controladas Imóveis não de Uso <i>Ativo Imobilizado</i> Imóveis Máquinas e Equipamentos Veículos Marcas e Patentes <i>Ativo Diferido</i> Gastos Diferidos	Resultado de Exercícios Futuros Receitas de Exercício Futuros PATRIMÔNIO LÍQUIDO Capital Social Reservas de Capital Reservas de Reavaliação Reservas de Lucro Lucros ou Prejuízos Acumulados

Quadro 2 – Estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício

Receita Bruta de Vendas e Serviços Prestados (-) Deduções da Receita Bruta (-) Custo Produtos Vendidos e Serviços Prestados
Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais Despesa de Vendas Despesa Administrativa Despesas / Receitas Financeiras Outras Despesas Operacionais
Lucro Operacional
(+) Receitas não Operacionais (-) Despesas não Operacionais (+/-) Resultado de Correção Monetária
Lucro Antes do Imposto de Renda e CSSL
(-) Provisão para IR e Contribuição Social (-) Participações e Contribuições
Lucro/Prejuízo do Exercício
Lucro por ação

Para facilitar as análises que serão feitas a partir de agora, vamos resumir a estrutura do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício. O ativo do Balanço será dividido em apenas dois grandes grupos, ‘Demais Ativos’ e ‘Ativo Permanente’. O passivo também será reclassificado em ‘Demais Passivos’ e ‘Patrimônio Líquido’. A demonstração de resultados conterà a separação entre ‘Outras Contas de Resultado’ e ‘Resultado de Correção

Monetária'. As demonstrações estão representadas nos quadros 3 e 4, que são simplesmente uma forma resumida dos quadros 1 e 2.

Quadro 3 – Estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial

Uma definição se faz importante nesse momento. Os itens monetários são os elementos patrimoniais compostos pelas disponibilidades e pelos direitos e obrigações realizáveis ou exigíveis em moeda, independentemente de estarem sujeitos às variações pós-fixadas ou de incluírem juros ou correções prefixadas. Os itens não monetários são aqueles elementos patrimoniais cujo objeto de avaliação se apresenta sob a forma de bens tangíveis ou intangíveis, de direitos e obrigações representativos de propriedade ou de recebimento ou de entrega futura de bens e serviços. Eles são os elementos que compõem o capital não financeiro da entidade, os quais não estão sujeitos à corrosão inflacionária. (FIPECAFI, 2001, p. 44).

Quadro 4 – Estrutura simplificada de uma Demonstração do Resultado do Exercício

Receita bruta de Vendas e Serviços Prestados	\$\$\$\$
(-) Deduções da Receita Bruta	(\$\$)
Lucro Bruto	\$\$
(-) Despesas Operacionais	(\$\$)
Lucro Operacional	\$\$
(+/-) RESULTADO DE CORREÇÃO MONETÁRIA	
Lucro antes IR e CSSL	\$\$
(-) IR e CSSL	(\$\$)
Lucro (ou prejuízo) do Exercício	\$\$\$

Com base nesse esquema, que resume o quadro 2, podem-se visualizar melhor as possíveis estruturas patrimoniais existentes para qualquer empresa. O quadro 3 mostra a primeira situação possível, onde o valor do ativo permanente é igual ao valor do Patrimônio Líquido. Nesse caso, o resultado da correção monetária do quadro 4 será nulo, pois a perda inflacionária será igualmente compensada pelo ganho inflacionário. Embora exista a possibilidade dessa estrutura de ativos e passivos, na realidade empresarial essa coincidência é praticamente impossível.

Agora observando atentamente o quadro 5, pode-se notar que o Ativo Permanente da empresa em questão é menor que o Patrimônio Líquido. Nessa situação, ao corrigir-se o total do Ativo Permanente, debitando-o pelo índice de inflação contra um lançamento a crédito da conta de Correção Monetária (figura 2) e, da mesma maneira, corrigir-se o total do Patrimônio Líquido, creditando-o contra um lançamento a débito da conta de Correção Monetária, ter-se-á um saldo devedor maior na conta de Correção Monetária.

Quadro 5 – Balanço Patrimonial

A existência de um saldo devedor na conta de Correção Monetária (figura 2) significa que o efeito inflacionário no Balanço provocou uma perda para a empresa. Porém agora é preciso interpretar corretamente essa perda. O mecanismo da CMB dá a entender que a perda monetária advém do fato de o Ativo Permanente ser menor que o Patrimônio Líquido. Mas, na verdade, a perda monetária existiu porque a empresa manteve mais recursos no ativo

circulante e realizável a longo prazo do que em passivos circulantes, exigível a longo prazo e resultado de exercícios futuros.

Correção Monetária de Balanço	
É debitada pela correção do PL (maior valor)	É creditada pela correção do AP (menor valor)
Saldo final (devedor)	

Figura 2 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço

Em outras palavras, a empresa possui uma estrutura com maior predominância de recursos monetários, tais como depósitos em conta corrente, aplicações financeiras, contas a receber de clientes, estoque de mercadorias etc. Esses ativos estão mais expostos aos efeitos inflacionários, pois têm uma liquidez maior, ou seja, possuem uma conversibilidade mais rápida em recursos monetários dos que os bens do ativo permanente e se renovam com mais frequência. Esse raciocínio também é válido para as contas do passivo.

Para ficar mais claro esse entendimento, imagine uma companhia com a estrutura patrimonial conforme o quadro 6.

Quadro 6 – Balanço Patrimonial em 31-12-20x0

Bancos \$ 10.000	Patrimônio Líquido \$ 30.000
Ativo Permanente \$ 20.000	

Admita que a empresa tenha iniciado suas atividades no início do ano com essa estrutura patrimonial e que não tenha processado nenhuma operação, porém, a inflação no ano atingiu 25%. Ao final do período, é preciso apurar o efeito inflacionário. Para isso, tem-se as seguintes contas:

- Correção do Ativo Permanente: $\$ 20.000 \times 25\% = \$ 5.000$ (ganho inflacionário)
- Correção do Patrimônio Líquido: $\$ 30.000 \times 25\% = \$ 7.500$ (perda inflacionária)
- Transferindo esses saldos para a conta de ‘Correção Monetária de Balanços’ conforme a figura 3, tem-se:

Correção Monetária de Balanço	
\$ 7.500 (debitada pela correção do PL)	\$ 5.000 (creditada pela correção do AP)
\$ 2.500 (saldo final devedor)	

Figura 3 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço

O saldo devedor da Correção Monetária de Balanço expressa a perda ocasionada pelo efeito inflacionário. Mais uma vez, essa perda é devida ao montante de recursos que a empresa manteve na conta corrente bancária sem movimentá-lo. Esse dinheiro “parado” na conta da empresa não tem mais o mesmo potencial de compra que tinha no início do ano, pois a inflação do período corroeu 25% desse montante, ou seja, \$ 2.500 ($\$ 10.000 \times 25\%$). Apesar de essa perda ser calculada por meio do ativo permanente e do patrimônio líquido, o raciocínio utilizado deve ser o seguinte: quanto maior o volume de ativo monetário (ativo circulante + realizável a longo prazo) da empresa exposto à inflação, maior a perda monetária.

Ao levantar o Balanço Patrimonial com base na Correção Monetária de Balanços (quadro 7), tem-se:

Quadro 7 – Balanço Patrimonial em 31-12-20x0 pela CMB

Bancos \$ 10.000	Patrimônio Líquido \$ 30.000
Ativo Permanente \$ 20.000	Correção Monetária do Capital \$ 2.500
	Prejuízo do Exercício <u>(\$ 2.500)</u>
	Total do PL \$ 30.000

O saldo bancário da empresa continua com os \$ 10.000, que é o valor registrado no extrato bancário da empresa no dia 31-12-20x0. O valor do ativo permanente também não sofrerá alteração. O Patrimônio Líquido continua com o valor original, mas é criada uma conta de Correção Monetária do Capital, que deve ser incorporada a Reserva de Capital. O prejuízo do exercício reflete a perda inflacionária. Mesmo sem ter realizado qualquer transação, a empresa teve um prejuízo representado pela exposição dos seus recursos monetários ao processo inflacionário.

Agora observe o quadro 8. Nele podemos notar que o Ativo Permanente da empresa em questão é maior que o Patrimônio Líquido. Nessa situação, ao se corrigir o total do Ativo Permanente, debitando-o pelo índice de inflação contra um lançamento a crédito da conta de Correção Monetária e, da mesma maneira, corrigir o total do Patrimônio Líquido, creditando-o contra um lançamento a débito da conta de Correção Monetária, tem-se um saldo credor maior na conta de Correção Monetária.

Quadro 8 – Estrutura Simplificada do Balanço Patrimonial

Demais Ativos	Demais Passivos
Ativo Permanente	Patrimônio Líquido

A existência de um saldo credor na conta de Correção Monetária significa que o efeito inflacionário no Balanço provocou um ganho para a empresa, como visualizado na figura 4. Mais uma vez vale ressaltar que esse ganho não advém especificamente pelo fato de o Ativo Permanente ser maior que o Patrimônio Líquido. Na verdade o ganho monetário existiu porque a empresa manteve recursos no ativo circulante e realizável a longo prazo em menor volume do que em passivos circulantes, exigível a longo prazo e resultado de exercícios futuros.

Figura 4 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço

Para ficar mais claro esse entendimento, usaremos outro exemplo. Suponha a seguinte estrutura patrimonial:

Quadro 9 – Balanço Patrimonial em 01-01-20x1

Ativo Permanente \$ 30.000	Empréstimos \$ 10.000
	Capital Social \$ 20.000

Admita-se, por simplificação, que a empresa tenha iniciado suas atividades no primeiro dia do ano. Nesse mesmo dia, foi comprada uma máquina no valor de \$ 30.000 dos quais \$ 20.000 foi integralizado pelos sócios e os \$ 10.000 restante foram obtidos junto a um amigo que não cobrará juros nem correção monetária e só vai exigir o dinheiro de volta dois anos depois. Ao final do período, temos que apurar o efeito de uma inflação de 25%. Para isso, tem-se as seguintes contas:

- Correção do Ativo Permanente: $\$ 30.000 \times 25\% = \$ 7.500$ (ganho inflacionário)
- Correção do Patrimônio Líquido: $\$ 20.000 \times 25\% = \$ 5.000$ (perda inflacionária)
- Transferindo esses saldos para a conta de ‘Correção Monetária de Balanços’, temos:

Correção Monetária de Balanço	
\$ 5.000 (debitada pela correção do PL)	\$ 7.500 (creditada pela correção do AP)
	\$ 2.500 (saldo final credor)

Figura 5 – Contabilização da Correção Monetária de Balanço

O saldo credor da Correção Monetária de Balanço expressa o ganho obtido com a inflação, como mostra a figura 5. A interpretação correta desse ganho é a seguinte: a empresa obteve um empréstimo no início do ano que será pago somente no final do próximo exercício. Os \$ 10.000 que ela captou junto a terceiros no início do ano não é mais capaz de comprar um terço da máquina que foi adquirida, já que a economia sofreu uma elevação generalizada dos preços em 25%. Dessa forma, se o amigo que emprestou dinheiro aos donos da empresa cobrasse uma correção monetária, exigiria \$ 2.500 ($\$ 10.000 \times 25\%$). Como a empresa não vai pagar essa correção monetária, pode-se dizer que ela obteve um ganho.

Ao ser apurado o Balanço Patrimonial (quadro 10) com base na Correção Monetária de Balanços, tem-se:

Quadro 10 – Balanço Patrimonial

Ativo Permanente \$ 30.000	Empréstimos \$ 10.000
	Patrimônio Líquido \$ 20.000 Correção Monetária do Capital (\$ 2.500) Lucro do Exercício \$ 2.500 Total do PL \$20.000

O valor do empréstimo continua sendo de \$ 10.000, que é o valor devido pela empresa no dia 31-12-20x0. O valor do ativo permanente não sofre alteração. O Patrimônio Líquido continua com o valor original do capital integralizado. A conta de Correção Monetária do Capital deve ser incorporada a Reserva de Capital. O lucro do exercício reflete o ganho inflacionário. Mesmo sem ter movimentado uma só conta, a empresa teve um ganho representado pela não exposição dos seus recursos monetários ao processo inflacionário em contrapartida a um empréstimo obtido.

Pode-se concluir que o efeito causado pela inflação varia de acordo com a estrutura patrimonial da empresa. Aquelas que possuem um alto volume de recursos próprios (capital advindo dos acionistas) cuja aplicação se dá em ativos monetários terão perda inflacionária. Por outro lado, as organizações que são altamente endividadas com recursos de terceiros e aplicam a maior parte desses recursos no Ativo Permanente, incorrerão em ganhos monetários com a correção monetária. A figura 6 relaciona a estrutura patrimonial com o resultado da correção monetária.

Figura 6 – Estrutura patrimonial e resultado da correção monetária

A figura 6 permite verificar que a empresa que possuir uma situação patrimonial de acordo com a estrutura 1, ou seja, Ativo Permanente maior que Patrimônio Líquido terá um ganho monetário. Apesar de os cálculos envolverem a “parte de baixo” do Balanço, é a “parte de cima” que fornece um correto entendimento desse ganho.

Como visto, os bens e direitos monetários são os itens que mais sofrem perdas com a inflação, enquanto as obrigações monetárias representam os ganhos com o processo inflacionário. Dessa forma quanto menor for o ativo monetário em relação ao passivo monetário, maior o ganho inflacionário (estrutura 1).

O contrário também é verdadeiro. Quanto maior for a proporção de ativos monetários no Balanço Patrimonial em relação aos passivos monetários (estrutura 3), maior será a perda inflacionária para a empresa. Na condição de igualdade entre direitos e deveres monetários (estrutura 2), os ganhos eliminam as perdas e o resultado final é nulo.

Obviamente a dinâmica empresarial é muito mais dinâmica e envolve uma série de transações que acontece a todo momento. Porém, o entendimento básico é que todo ativo monetário gera perda inflacionária, pelos motivos vistos acima, enquanto todo passivo monetário gera ganho com a inflação. Se a empresa possuir maior volume de recursos em ativos monetários, em relação aos passivos monetários, incorrerá em uma perda com correção monetária. Da mesma maneira, menores volumes de ativos monetários em detrimento de passivos monetários, causam ganhos inflacionários.

3.2 Limitações da Correção Monetária de Balanços

Esse mecanismo da Correção Monetária de Balanços foi obrigatório no Brasil a partir do advento da Lei 6.404/76. De acordo com Iudícibus (1998, p. 278), essa metodologia é válida para baixas taxas de inflação, mas totalmente inadequado para a análise do resultado quando a inflação é alta. Almeida (1988, p. 24) corrobora afirmando que uma inflação no patamar de três dígitos, faz com que a sistemática de CMB perca a validade, devendo ser substituída pela Correção Monetária Integral.

Almeida (*op. cit*, p. 47) aponta alguns pontos onde a Correção Monetária de Balanços falha:

- Não correção monetária de ativos não monetários classificados no ativo circulante e realizável a longo prazo, como é o caso dos estoques;
- Não correção monetária das receitas e despesas do período, registradas na DRE;

- Não correção monetária dos resultados de exercícios futuros;
- Sua forma de apresentação leva o leitor a julgar que o seu resultado refere-se a uma simples atualização dos ativos permanentes e do patrimônio líquido, quando na verdade essa correção está relacionada com os itens monetários do Balanço Patrimonial.

Martins (1984, p. 49) afirma que a Correção Monetária de Balanços tem méritos indiscutíveis que residem principalmente no ajuste do lucro a seu valor verdadeiro, além de ser uma forma bastante simples de quantificar melhor o resultado contábil. Porém, ao discorrer sobre algumas falhas dessa sistemática, o autor ressalta duas principais limitações. A primeira é com relação à não correção dos estoques, que são ativos não monetários assim como os imobilizados. A segunda é que, na CMB, não se corrige alguns ativos não monetários (ex: imóveis destinados à alienação) e passivos não monetários (ex: adiantamento de clientes).

Mesmo cientes dessas limitações, nessa pesquisa optou-se por corrigir as demonstrações contábeis pela metodologia da Correção Monetária de Balanços, por três motivos fundamentais. Primeiro porque se trabalhará com demonstrações contábeis a partir do ano de 1996, quando o Brasil passou a conviver com moderadas taxas de inflação. Segundo, esse mecanismo é de mais fácil aplicação e, terceiro, nem todas as informações necessárias para proceder a Correção Monetária Integral são disponibilizadas ao público, como por exemplo, a data de formação das receitas e despesas, o mês em que cada mercadoria foi baixada ou adquirida, momento da aquisição de ativos, vencimentos de empréstimos e outras.

3.3 Diferenças nas Demonstrações Contábeis

No Balanço Patrimonial (BP) pela Correção Monetária Integral os efeitos inflacionários são evidenciados nas diversas contas dos ativos e passivos, de modo que os seus saldos passem a representar a moeda do poder aquisitivo da data do encerramento do exercício. Ao corrigir monetariamente os diversos elementos patrimoniais, a CMI provoca alterações principalmente nos valores dos estoques, devida às várias datas de sua formação, do imobilizado, da depreciação e do patrimônio líquido.

Para a FIPECAFI (2006, p. 513), se a rotação dos estoques for elevada e as diferenças entre corrigi-los ou não for irrelevante, poderá agregar-se ao custo da mercadoria vendida toda a correção monetária do saldo inicial dos estoques. Além disso, os seus valores não podem mais serem comparados com o Balanço Patrimonial elaborado de acordo com a atual legislação societária, pois não estarão em moeda de mesma data.

Vale ressaltar que os valores registrados na conta corrente bancária da empresa, assim como no caixa da organização não podem ser alterados, pois as contas Caixa e Bancos são valores correntes por definição. O saldo dessas contas deve ser exatamente igual ao valor histórico, conforme exposto por Iudícibus (1998, p. 268). Isso não quer dizer que esses ativos não geram perda monetária diante da inflação, muito pelo contrário. As perdas com esses elementos são transferidas para o resultado do exercício, mas não se devem alterar os seus valores históricos no Balanço Patrimonial.

Na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), as principais diferenças notadas entre a contabilidade pela legislação societária e pela CMI devem-se ao fato da atualização que esta última sistemática processa nos valores dos estoques finais de mercadorias, nos ajustes da depreciação do imobilizado e do próprio imobilizado e ajustes no capital da empresa. Isso afeta conseqüentemente os valores do custo da mercadoria vendida, despesa de depreciação, despesas e receitas financeiras, perdas nas contas a receber de vendas a prazo e outras alterações que modificam o valor do lucro líquido do período.

Para elaboração da Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), os saldos iniciais de cada conta devem estar devidamente atualizados conforme explicado pela FIPECAFI (2006, p. 507). Portanto, as alterações referentes à correção monetária dos saldos iniciais das diversas contas que compõem o Patrimônio Líquido não existem, sendo somente consideradas as alterações reais. Para elaboração da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) são consideradas as variações reais no capital circulante líquido. Os saldos das contas são representados por uma única moeda, sendo extraídos do Balanço e da Demonstração do Resultado em Correção Integral.

3.4 Correção Monetária Integral

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a exigir que as empresas de capital aberto publicassem seus demonstrativos contábeis pela correção monetária integral por meio da Instrução CVM nº. 64, de 19 de maio de 1987. O objetivo era melhorar a qualidade das informações que eram transmitidas ao mercado, frente a um processo de deterioração do poder aquisitivo da moeda inflação que assumia níveis astronômicos.

Cabe aqui ressaltar que, por mais bem formulada que possa ser essa sistemática, ela tem o mesmo objetivo da Correção Monetária de Balanços, ou seja, o de restaurar a magnitude monetária dos valores registrados pelo princípio contábil do custo histórico, através da apuração do efeito inflacionário no poder aquisitivo da moeda, ou, mais especificamente, nos itens monetários do Balanço Patrimonial.

O raciocínio implícito nesta metodologia é exatamente o mesmo do da Correção Monetária de Balanços. Todo ativo monetário exposto à inflação gera perda inflacionária e se não for compensado com o ganho gerado pelo passivo monetário, provocará um prejuízo no período. A diferença aqui é que os cálculos para depurar essa perda são processados diretamente no ativo e passivo monetário, ao invés de no Ativo Permanente e Patrimônio Líquido.

A sistemática da Correção Monetária Integral foi desenvolvida pelos professores do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA-USP. A FIPECAFI (2006, p. 500) aponta as seguintes vantagens decorrentes da aplicação da correção monetária integral:

- Apresenta os efeitos da inflação em todos os elementos das demonstrações contábeis;
- Corrige saldos finais de itens não monetários que não eram considerados na legislação societária, tais como estoques e despesas antecipadas;
- Determina a inclusão do ajuste a valor presente nos valores prefixados de contas a receber e a pagar.

Ainda para a FIPECAFI (*op. cit.*), a utilização da Correção Integral atualiza todos os valores históricos das demonstrações contábeis para uma única data, não devendo ser confundido com valores de mercado ou de reposição, mantendo-se, portanto, o Princípio do Custo Original

como Base de Valor. Ela apresenta algumas razões pelas quais a implantação da Correção Monetária Integral se faz necessária em épocas de inflação, principalmente na alta inflação, que serão resumidas com objetivo de se expor melhor o significado da sistemática da CMI e mostrar a sua importância para o fornecimento de informações contábeis em moeda de mesmo poder aquisitivo:

1. A Correção Monetária Integral avalia a perda da capacidade de compra das disponibilidades e dos valores a receber (ativos e passivos monetários individualmente). Isso porque, mesmo que os empréstimos, as aplicações financeiras e os direitos originados de vendas rendam juros e variações monetárias, a inflação não deixa de reduzir o poder de compra dos valores originais envolvidos;
2. Os valores a pagar geram um ganho da capacidade de compra da empresa. Mesmo que sobre as dívidas da empresa incorram juros e correção monetária, pode ser que a inflação do período seja maior que a soma dessas duas figuras, ou outros encargos. Se isso ocorrer, a empresa terá um ganho monetário;
3. Sem a correção monetária, o custo da mercadoria vendida pela empresa há certo tempo é subtraído da receita de venda de hoje, ocasionando distorções do lucro bruto. Na CMI, o valor da mercadoria vendida é corrigido pela inflação do período, de modo que seja comparada com a receita de hoje com base em moeda de mesmo poder aquisitivo;
4. A Correção Integral considera também a defasagem nos valores de ativos não monetários, como efetuado na CMB;
5. A CMI atualiza os valores das receitas e despesas nas demonstrações do resultado, com objetivo de somar as importâncias dos 12 meses do período de acordo com o poder de compra da moeda em cada mês. Isso gera uma das principais diferenças entre a Correção Monetária de Balanços e a Integral, principalmente em épocas de alta inflação.

De acordo com a FIPECAFI (2006, p. 502), a não observância desses fatores implica em enormes distorções na apresentação de demonstrações contábeis comparativas. Essas distorções impactam em uma série de outras análises subsequentes, entre elas, a análise de indicadores financeiros da organização. Por isso, a institucionalização da correção integral pela Instrução CVM n.º 64/87 (depois substituída pela Instrução n.º 191/92) representou sensível avanço da Contabilidade como fonte de informação aos diversos usuários.

Almeida (1988, p. 50) apresenta o fundamento básico da Correção Monetária Integral, mostrando como proceder aos ajustes de cada conta das demonstrações financeiras tradicionais para torná-las depurada dos efeitos inflacionários:

1) Itens expressos em reais

a) Da data do Balanço:

- Caixas e bancos;
- Aplicações financeiras;
- Empréstimos;
- Direitos e obrigações realizáveis ou exigíveis até 90 dias da data do Balanço.

Critério: não se ajustam

b) Do passado:

- Estoques;
- Despesas antecipadas;
- Investimentos;
- Imobilizado;
- Diferido;
- Patrimônio líquido;
- Adiantamento de clientes ou a fornecedores;
- Receitas;
- Despesas.

Critério: Ajustam-se pela variação do índice que representa a inflação, tomando-se por base o mês de sua formação ou aquisição

c) Do futuro:

- Direitos realizáveis após 90 dias da data do Balanço;
- Obrigações exigíveis após 90 dias da data do Balanço;

Critério: Ajustam-se ao valor presente com base na média aritmética da variação do índice que representa a inflação nos três últimos meses do exercício social

Por meio dessa sistemática, a Correção Monetária Integral depura os efeitos inflacionários de todos os elementos das demonstrações contábeis, determinando a inclusão do ajuste a valor presente nos valores prefixados de contas a receber e a pagar e corrigindo os saldos finais de itens não monetários.

3.5 Ajustes a valor presente de direitos e obrigações

Em economias inflacionárias, mesmo naquelas que convivem com moderados níveis de inflação, é comum observar-se a presença de juros acrescidos em operações de empréstimos financeiros ou acréscimos em compras de mercadorias e imobilizados a prazo. A Correção Integral, no objetivo de apresentar todos os elementos das demonstrações contábeis em uma mesma data de poder aquisitivo, prevê ainda que os valores a receber e as obrigações a pagar das empresas sejam trazidos a valor presente por essa taxa de juros, ou por uma taxa média amplamente adotada.

Dessa maneira, a FIPECAFI (2006, p. 514) recomenda que os itens monetários ativos e passivos, decorrentes de operações com juros ou outras sobretaxas prefixadas, devem ser trazidos a valor presente com base na taxa de juros vigente na data do balanço. Isso é válido também para os elementos não monetários do balanço. Para exemplificar, admita-se que uma empresa compre uma máquina no valor de \$ 30.000 para ser paga daqui um mês. O juro cobrado pelo fabricante para esse período foi de 5%. Com base na formulação do ajuste a valor presente, a empresa deverá registrar esse imobilizado por \$ 28.571 ($\$ 30.000 / 1,05$), líquido do valor do ajuste de \$ 1.429. Isso melhora ainda mais a informação contábil.

Porém, a FIPECAFI (2001, p. 45) destaca que esse procedimento mistura variação do poder aquisitivo da moeda com o valor do dinheiro no tempo, o que não significa que descontar a valor presente seja um equívoco, já que a contabilidade a valores descontados pode ser de grande utilidade aos usuários.

3.6 A Questão do Imposto de Renda

Após a apuração do resultado do exercício, a empresa terá de apurar e recolher os impostos. O cálculo do Imposto de Renda não é efetuado diretamente sobre o resultado apurado pela contabilidade societária. Isso porque o Fisco impõe regras e procedimentos específicos para determinação da base do cálculo do imposto, permitindo que algumas despesas sejam deduzidas e determinando que outras sejam acrescidas à base do imposto¹². Após efetuar esses ajustes estipulados pelo Fisco, a empresa chega ao chamado lucro real, que será a base para aplicação da alíquota do imposto.

Quando é efetuada a correção integral nas demonstrações contábeis, o objetivo do imposto de renda diferido é adequá-lo ao regime de competência, ou seja, associá-lo às receitas e despesas efetivamente computadas no resultado. Em outras palavras, significa dizer que a companhia deve registrar o imposto de renda diferido para as transações que ocasionam diferenças entre o lucro pela legislação e o lucro pela correção integral. (Almeida, 1988, p. 96).

3.7 Comparação entre a Correção Monetária de Balanços e a Correção Monetária Integral

Iudícibus (1998) desenvolveu em sua obra um exemplo envolvendo várias operações de uma empresa fictícia, com objetivo de demonstrar as diferenças que tendem a surgir quando se elabora as demonstrações contábeis tanto pela sistemática da Correção Monetária de Balanços quanto pela Correção Monetária Integral, após alguns exercícios sociais.

De acordo com Iudícibus (*op. cit.*, p. 284), as diferenças observadas nas demonstrações ocorrem por causa da correção monetária dos estoques realizada na Correção Integral, mas não na legislação societária¹³. Ou então pelos ajustes a valor presente naquela e não nesta. Ou ainda pela atualização monetária de outras contas na Correção Integral, como adiantamentos a

¹² Para maiores detalhes consultar o Decreto-lei 1.598/77 que, entre outros, dispõe sobre a utilização do Livro de Apuração do Lucro Real (LALUR).

¹³ O autor trata a Correção Monetária de Balanço como “legislação societária” por ter sido o primeiro mecanismo de correção adotado pela Lei 6.404/76.

fornecedores, adiantamentos de clientes, despesas antecipadas e outras que não sofrem atualização monetária pela legislação societária. **Essas diferenças, porém, eram sempre temporais já que, a longo prazo e desde que se utilizasse o mesmo indicador, os dois métodos convergiam completamente.**

Ainda para Iudícibus, (1998), o importante é notar que a metodologia mais correta e avançada é a da Correção Integral, mas que simplificada pela legislação societária (ou Correção Monetária de Balanços) não deixa de ser alternativa razoável para baixas taxas de inflação. O pior de tudo, para ele, é haver inflação, por mais baixa que seja, e nada se considerar nas apurações do resultado e nos balanços das empresas. A Contabilidade presta, dessa maneira, um desserviço pela divulgação de informação não adequada. Por isso, aconselha o autor, mesmo que a correção não exista por imposição legal, todo profissional de qualidade precisa gerencialmente evidenciar os efeitos da inflação.

3.8 Extinção da Correção Monetária

Com a implantação do Plano Real em julho de 1994 ¹⁴e o conseqüente sucesso no controle do processo inflacionário que afligia a economia brasileira há décadas, o Governo Federal decidiu, por meio da Lei 9.249 de 26 de dezembro de 1995, extinguiu a sistemática de correção monetária das demonstrações contábeis que havia sido implantada pela Lei 6.404/76, no seu artigo 185. Em substituição, foi criada a figura dos Juros Sobre Capital Próprio – JSCP, como visto anteriormente.

O art. 4.º da Lei 9.249/95 revogou a correção monetária das demonstrações financeiras, que estava prevista na Lei 6.404/76, com alterações na Lei n.º 7.799/89 e na Lei n.º 8.200/91. O seu parágrafo único tornou vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários. A Comissão de Valores Mobiliários se posicionou a favor da legislação emitindo a instrução n.º 248 de 28/06/91, na qual deixava de exigir que as companhias abertas publicassem as demonstrações corrigidas pela inflação.

¹⁴ Em março de 1994 foi antecedido pela Unidade Real de Valor - URV

Em 1994, época em que a Correção Monetária de Balanços era obrigatória para as empresas, Padoveze *et al.* (1994, p. 9) já alertavam que o lucro obtido segundo os critérios legais, base para a distribuição de lucros, não consistia no parâmetro mais adequado para a obtenção do valor a ser distribuído aos acionistas. Para os autores, a decisão gerencial de distribuição de lucros deveria ser baseada em critérios mais adequados de avaliação patrimonial, e eles sugeriram a adoção do custo corrente corrigido.

Se na época em que a CMB ainda era utilizada pelas empresas, havia pesquisadores propondo metodologias mais refinadas para a Contabilidade expressar ao usuário interno e externo a parte do lucro que poderia ser distribuída, hoje em dia essa necessidade é ainda maior, pois os efeitos inflacionários são totalmente desconsiderados.

A partir de 1996 a publicação de demonstrações contábeis corrigidas passou a ser facultativa. A Comissão de Valores Mobiliários, no entanto, alertou as empresas sob sua tutela da importância da elaboração e divulgação de demonstrações financeiras relevantes para o público em geral. As empresas que desejassem aplicar a Correção Integral deveriam evidenciá-las em nota explicativa, adotando como indexador o Índice Geral de Preços.

3.9 Impactos da não correção monetária em alguns indicadores financeiros

A desconsideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis é capaz de alterar o resultado apurado em determinado período em comparação às demonstrações corrigidas. Isso seria capaz de alterar uma série de importantes indicadores muito utilizados para se analisar as empresas. A seguir, serão abordados brevemente alguns desses indicadores.

- **Rendimento dos dividendos (*dividend yield*)**

Uma das maneiras pelas quais os analistas financeiros estudam o risco de uma empresa diz respeito ao rendimento dos dividendos, que é obtido através da expressão 2. Para Damodaran (2004, p. 538), o rendimento dos dividendos é significativo, porque proporciona uma das medidas do componente do retorno total de uma ação da empresa, obtida pela soma do rendimento dos dividendos e a valorização da ação no período.

$$\text{Rendimento dos dividendos} = \frac{\text{Dividendos anuais por ação}}{\text{Preço por ação}} \quad (2)$$

- Índice de pagamento de dividendos (*dividend payout ratio*)

O índice de pagamento de dividendos, também conhecido como índice de *payout*, é obtido pela razão entre os dividendos pagos por uma empresa e os seus lucros, conforme a expressão 3. Esse índice é largamente utilizado, pois permite que se conheça o quanto do lucro do exercício a empresa está distribuindo sobre a forma de dividendos, o quanto ela está retendo para aplicação nas suas operações e permite ainda que se faça projeções futuras quanto aos valores de dividendos a serem distribuídos em função da projeção de lucros.

$$\text{Índice de pagamento de dividendos} = \frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}} \quad (3)$$

- Comparação com o custo de oportunidade do acionista

Os dividendos pagos, além da própria valorização da ação, fornecem a base pelos quais os acionistas comparam o retorno seus investimentos na empresa com objetivo de verificar se o seu custo de oportunidade está sendo remunerado de acordo com as suas expectativas. Ou seja, se a empresa não estiver oferecendo um retorno que pelo menos cubra esse custo de oportunidade, ponderado pelo risco do investimento, o investidor racional simplesmente vai optar por retirar seus fundos e aplicar em outro ativo.

O custo de oportunidade do acionista pode ser entendido como o valor que ele ganharia ao aplicar seus recursos em outra alternativa de investimento de risco semelhante. Quando um acionista adquire ações de uma empresa, os dividendos por ele recebidos constituem uma parcela importante do seu retorno. Quando as empresas deixam de considerar a corrosão do poder aquisitivo da moeda nas suas demonstrações contábeis, ela pode estar prejudicando seus acionistas, ao distribuir um lucro não condizente com a realidade, e distorcendo a comparação com o seu custo de oportunidade.

▪ Estrutura de Capital e Índices de Endividamento

A distribuição de dividendos impacta diretamente na estrutura de capital das organizações, pois ao determinar a quantidade de lucros a ser distribuído aos acionistas e, por subtração, a quantidade de lucros reinvestidos nas suas operações, a empresa influencia na proporção de recursos próprios e, com isso, na estrutura de capital. Um alto índice de distribuição de dividendos levará a empresa a buscar empréstimos junto a terceiros em uma eventual necessidade de fundos. Já um alto índice de retenção de lucros deixará a empresa com uma maior folga de capital.

Algumas empresas alteram a sua estrutura de financiamento simplesmente obtendo empréstimos junto a credores e usando os recursos para distribuir dividendos aos acionistas. Isso promove alterações na sua proporção de passivos e pode ser utilizada para aproximar a empresa da estrutura ótima de financiamento. O contrário também é verdadeiro. Uma empresa com alto grau de endividamento pode decidir reter uma maior proporção dos seus lucros como forma de diminuir gradativamente a dependência de capital de terceiros.

▪ Risco e Retorno da Empresa

Como a estrutura de financiamento, ou seja, a relação entre passivos e patrimônio líquido – P/PL – compõe o determinante de risco da empresa, conhecido na literatura de finanças como beta alavancado (β_L), uma alteração dessa estrutura provocada pela política de dividendos, impacta também o risco da empresa. Expandindo esse raciocínio por meio do Modelo de CAPM, desenvolvido basicamente por Sharpe (1964) e Lintner (1965) e mostrado na expressão 4, vê-se que o beta é um dos componentes do retorno exigido pelos acionistas, representado por K_e e, portanto, o retorno exigido no investimento também é afetado pelo endividamento.

$$K_e = R_f + \beta_L (R_m - R_f) \quad (4)$$

Onde: K_e = custo do capital próprio;

R_F = taxa de retorno de um ativo livre de risco (*risk free*);

β_L = coeficiente beta (alavancado) da empresa;

R_m = taxa de retorno da carteira de mercado;

$R_m - R_f$ = prêmio pelo risco de mercado.

Damodaran (2004, p. 184) apresenta a formulação que permite visualizar melhor como a estrutura de financiamento de uma empresa, passivo sobre patrimônio líquido, afeta o cálculo do beta alavancado e, conseqüentemente, o seu risco.

$$\beta_L = \beta_u 1 + \left[(1-t) \cdot \left(\frac{P}{PL} \right) \right] \quad (5)$$

Onde: β_L = coeficiente beta (alavancado) da empresa;

β_u = coeficiente beta não alavancado da empresa, ou seja, beta de uma empresa sem dívidas;

t = taxa do imposto.

$\frac{P}{PL}$ = Índice de dívida / Patrimônio Líquido da empresa

▪ Valor de mercado da empresa

Há evidências empíricas que a política de dividendos causa impacto nos valores de mercado das empresas de capital aberto, conforme evidenciado por Correia e Amaral (2002). Os autores tentaram verificar se o retorno das ações no período de 1994 a 2000 era, em parte, explicado pela política de dividendos adotada pelas empresas e concluíram haver relação entre os eventos. Adicionalmente, concluíram também que a tributação dos dividendos altera as expectativas de retorno dos investidores e que a política de dividendos interfere na construção de carteiras de ações por esses investidores.

▪ Valor da Ação da Empresa

Se adotada a premissa de que o valor da ação da empresa é igual ao fluxo futuro de dividendos esperados trazidos a valor presente pela taxa exigida de retorno das ações,

conforme a expressão 6, pode-se concluir que alterações nos valores dos dividendos provocarão também variações no valor da ação da empresa.

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div}{(1+i)^t} \quad (6)$$

Onde: P = Valor presente da ação;
 Div = Dividendos por ação;
 t = períodos de tempo;
 i = Taxa de retorno exigida da ação.

▪ Lucro por ação

O lucro por ação (*earnings per share*) é um dos indicadores mais utilizados na verificação da rentabilidade de uma empresa. Para Assaf Neto (2003, p. 115) esse indicador serve como parâmetro de apoio para as decisões de investimentos por parte dos acionistas atuais e potenciais e é de grande utilidade para os analistas de mercado. Sua expressão de cálculo é mostrada na expressão 7.

$$\text{Lucro por ação (LPA)} = \frac{\text{Lucro Líquido (após IR)}}{\text{Número de Ações Emitidas}} \quad (7)$$

Como o lucro líquido é afetado pela não consideração da inflação, o LPA também é distorcido, comprometendo a análise de lucro que pertence a cada ação, independente da política de distribuição a ser adotada pela empresa.

Para maiores detalhes sobre o lucro por ação ver o trabalho de Campos e Scherer (2001) que demonstram os principais conceitos do lucro por ação de acordo com os modernos instrumentos financeiros híbridos, além de casos de emissão e recompra de ações, split, fusão e aquisição de empresas, com revisão das normas aplicáveis ao assunto emanadas do Financial Accounting Standards Board (FASB), International Accounting Standards Committee (IASC) e alguns aspectos observados no Brasil.

- Outros indicadores

Como a não consideração da inflação impacta uma série de contas patrimoniais e também o resultado da empresa, poderiam ser enumerados uma série de outros indicadores que seriam afetados caso a Correção Monetária fosse considerada pela Contabilidade. Para uma análise mais detalhada do impacto do fim da Correção Monetária nos principais índices de análises de balanços, recomenda-se a leitura do trabalho de Salotti (2002) que analisa doze indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade aplicados em empresas reais. A conclusão do autor é de que o fim da Correção Monetária Integral em 1996 traz consequências danosas ao analista econômico-financeiro.

Lima *et al.* (2004) desenvolveram um trabalho nessa mesma linha de raciocínio, porém com três indicadores de liquidez, rentabilidade e estrutura de capital. O objetivo dos autores era mostrar as consequências da não consideração dos efeitos da inflação nas análises das demonstrações contábeis após 1996. Para isso os autores compararam os indicadores calculados com base nas demonstrações elaboradas pela Correção Monetária Integral (divulgado pelas próprias empresas) com os indicadores calculados com base nas demonstrações elaboradas conforme a Legislação Societária (sem consideração da inflação). A hipótese nula de que os indicadores eram iguais foi rejeitada, mostrando que a inflação distorce importantes indicadores de análise de balanços.

Já Gabriel *et al* (2003), examinam o impacto do fim da Correção Monetária de Balanços no Retorno sobre Patrimônio Líquido, também conhecido como ROE, da sigla *Return on Equity*, das 50 maiores Instituições Financeiras brasileiras no período de 1996 a 2001. Ao comparar o retorno sobre patrimônio líquido das instituições antes e depois da consideração dos efeitos inflacionários, os autores puderam afirmar que o ROE ajustado pela inflação foi menor que o ROE baseado no resultado nominal do período, com um nível de confiança de 95%, concluindo a inflação distorce significativamente esse indicador, quando extraído das demonstrações contábeis não corrigidas.

Por sua vez, a importância de se manter o mais atualizado possível o valor dos valores investidos na companhia foi descrita por Padoveze *et al.* (1994, p.5). Segundo os autores, o conceito de manutenção do capital ligado aos recursos monetários investidos na empresa é denominado de manutenção de capital monetário ou financeiro. Nessa linha de avaliação, a

empresa deve procurar sempre manter sua capacidade, medida pelo total dos valores investidos na companhia, corrigidos monetariamente por índices gerais de preços. Esses índices gerais de preços objetivam corrigir os capitais investidos na empresa de forma a manter o poder de compras desse capital.

Nesse capítulo, foi apresentada a metodologia da Correção Monetária de Balanço que será aplicada nas demonstrações contábeis das empresas deste estudo no próximo capítulo. Foi também elucidado o significado da CMB por meio de um exemplo prático e discutidas as suas limitações quando comparadas à Correção Monetária Integral. Por fim, discorremos sobre a extinção da CMB e os impactos que isso pode ter causado em alguns indicadores financeiros.

No próximo capítulo será verificado como a desconsideração dos efeitos inflacionários distorceu os resultados das empresas brasileiras não financeiras agrupadas em dezoito setores econômicos e também será analisada a correlação entre o resultado obtido com a CMB e os totais de dividendos distribuídos aos acionistas, traçando, por fim, as conclusões desta pesquisa.

4 APLICAÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foi visto que uma série de indicadores pode ser alterada quando a base de seus cálculos são variáveis que não levam em consideração os impactos ocasionados pela depreciação do poder de compra da moeda. Uma Contabilidade baseada apenas em valores nominais, numa economia que convive com uma inflação considerável, pode levar os gestores a tomar decisões desacertadas e comprometer o sucesso empresarial. O objetivo deste capítulo é mostrar que, caso ainda houvesse a obrigatoriedade da correção monetária de balanços, os lucros apurados pelas companhias brasileiras seriam diferentes. Primeiramente apresentaremos a metodologia empregada para atingir esse objetivo e, na sequência, esses resultados serão relacionados com os dividendos distribuídos aos acionistas.

4.1 Procedimentos para a coleta dos dados

Todos os dados utilizados nessa pesquisa foram coletados das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto – Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados do Exercício e Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos – listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e entregues à Comissão de Valores Mobiliários e reunidos no software Economática®, que por sua vez está disponível na Faculdade de Economia Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto.

Após selecionadas no Economática® somente as empresas brasileiras, eliminou-se os setores de Finanças e Seguros, Fundos – devido às características peculiares desses setores – e as empresas sem denominação de setor específico, classificadas como Outros Setores. Depois, eliminou-se as companhias que, em 31 de dezembro de 2004, estava com capital fechado. O próximo passo foi eliminar da amostra as empresas que não tiveram movimentação nos anos de 1996 a 2004, ou porque encerraram capital antes de 1994 ou porque abriram após 31/12/2004. Após esses cortes iniciais obteve-se 255 empresas na amostra de 18 diferentes setores, que estão relacionadas no Apêndice A.

Vale ressaltar que, não necessariamente as 255 empresas estiveram presentes em todos os anos, devido à abertura e fechamento de capital no decorrer do período estudado. Mas 255 é o número total de companhias que, em determinado momento, esteve presente nesta pesquisa. Os estudos foram iniciados a partir do ano de 1996, pois foi neste ano que a Lei 9.249/95 entrou em vigência, desobrigando a correção das demonstrações contábeis pelas empresas de capital aberto. E encerra-se no ano de 2004, pois este é o último ano com demonstrações disponíveis para todas as empresas da amostra na época da extração dos dados deste trabalho, em fevereiro de 2006.

4.2 Problema do Índice de Inflação para Correção

A FIPECAFI (2006, p. 500) mostra que diversos índices foram adotados, desde 1976, no processo de correção monetária das demonstrações contábeis. O primeiro deles foi o das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), seguido do da Obrigação do Tesouro Nacional (OTN). Depois vieram o Bônus do Tesouro Nacional (BTN), Fator de Atualização Patrimonial (FAP) e Unidade Fiscal de Referência (UFIR). O último índice utilizado antes da extinção da correção monetária foi a Unidade Monetária Contábil (UMC). Esses índices refletiam a modificação no poder de compra da moeda nacional e eram reconhecidos pelas autoridades federais.

Martins (1984, p. 52) faz uma importante comparação entre o índice oficial adotado pela legislação brasileira para a correção monetária das demonstrações (na época a ORTN) e alguns índices gerais de preços da economia, tais como o Índice Geral de Preços – disponibilidade interna (IGP-DI), o Índice por Atacado – Disponibilidade Interna e o custo de vida na cidade do Rio de Janeiro. O autor mostra que o índice oficial deixava de expressar a magnitude da inflação e chegou inclusive a ser fixado por meio de critérios políticos. Em 1980, por exemplo, a ORTN foi prefixada em 50% enquanto a inflação do período atingiu 110%, medida pelo IGP-DI.

Não é o foco desta pesquisa discutir extensamente sobre o problema do melhor índice a ser aplicado no processo de Correção dos Balanços, se é que existe essa possibilidade, uma vez que os índices em geral não possuem variações muito significativas na atual situação de baixa

inflação, fazendo com que o uso de um ou outro índice não seja capaz de alterar significativamente os resultados dessa pesquisa. A intenção aqui, é a de adotar um índice confiável, representativo da inflação observada na economia brasileira, que possui uma metodologia clara de cálculo e que seja de fácil obtenção.

Temos ciência de que a inflação impacta as empresas de maneiras diferentes, de acordo com suas características ou o setor de atuação e que a adoção de um índice específico seria mais adequado, embora tecnicamente inviável. A utilização de um índice geral de preços, no entanto, nos parece adequada para o nosso objetivo de mensuração do lucro e facilitará a comparabilidade dos resultados.

Nesse intuito, Assaf Neto (2003, p. 59) afirma que o IGP-DI é um dos mais requisitados indicadores da taxa da inflação do país, exercendo influência sobre os níveis gerais de reajustes de preços da economia e variação cambial. O IGP-DI cobre a variação de preços verificada no período compreendido entre primeiro e o último dia do mês e compunha a maior parte da ORTN (80%), o primeiro indicador oficial de inflação adotado pela legislação.

Tendo em mente esses fatores, optou-se por corrigir as demonstrações contábeis das empresas componentes da amostra desse trabalho pelo Índice Geral de Preços – disponibilidade interna, que é calculado pela Fundação Getúlio Vargas com base no Índice de Preços por Atacado (IPA) com peso 6, no Índice de Custo de Vida (ICV) com peso 3 e no Índice Nacional de Construção Civil (INCC), com peso 1.

4.3 Obtenção do Indicador de Inflação

Os dados do IGP-DI foram extraídos do site do Instituto de Pesquisas Econômicas – IPEA para os anos de 1996 a 2004 e estão relacionados na tabela 1. Os valores estão expressos em porcentagem ao mês (% a.m.). Os números entre parênteses representam meses em que observou-se deflação na economia, ou seja, baixa generalizada dos preços de mercado dos bens e serviços.

Assaf Neto (2006b, p. 123) observa que o comportamento da inflação se processa de maneira exponencial, ocorrendo aumento de preço sobre um valor que já incorpora acréscimos apurados em períodos anteriores. Por isso, da mesma forma que o regime de juros compostos, a formação da taxa de inflação assemelha-se a uma progressão geométrica, verificando-se juros sobre juros. Assim, o valor anual de inflação equivale ao produto (capitalização composta) das taxas mensais de inflação.

Tabela 1 - Inflação medida pelo Índice Geral de Preços – disponibilidade interna (IGP-DI)

Período	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Janeiro (%)	1,79	1,58	0,88	1,15	1,02	0,49	0,19	2,17	0,80
Fevereiro	0,76	0,42	0,02	4,44	0,19	0,34	0,18	1,59	1,08
Março	0,22	1,16	0,23	1,98	0,18	0,80	0,11	1,66	0,93
Abril	0,70	0,59	(0,13)	0,03	0,13	1,13	0,70	0,41	1,15
Maio	1,68	0,30	0,23	(0,34)	0,67	0,44	1,11	(0,67)	1,46
Junho	1,22	0,70	0,28	1,02	0,93	1,46	1,74	(0,70)	1,29
Julho	1,09	0,09	(0,38)	1,59	2,26	1,62	2,05	(0,20)	1,14
Agosto	0,00	(0,04)	(0,17)	1,45	1,82	0,90	2,36	0,62	1,31
Setembro	0,13	0,59	(0,02)	1,47	0,69	0,38	2,64	1,05	0,48
Outubro	0,22	0,34	(0,03)	1,89	0,37	1,45	4,21	0,44	0,53
Novembro	0,28	0,83	(0,18)	2,53	0,39	0,76	5,84	0,48	0,82
Dezembro	0,88	0,69	0,98	1,23	0,76	0,18	2,70	0,60	0,52
Acumulado Ano	9,33	7,48	1,71	19,99	9,80	10,40	26,41	7,66	12,13

Fonte: www.ipeadata.gov.br. Acesso em 01/02/2006.

Dessa forma, para depurar o efeito da inflação das demonstrações contábeis, serão utilizados os valores anuais capitalizados de maneira composta mês a mês, de acordo com a expressão de cálculo 8.

$$I_{anual} = [(1 + I_{janeiro}) \times (1 + I_{fevereiro}) \times (1 + I_{março}) \times \dots \times (1 + I_{dezembro})] - 1 \quad (8)$$

Onde: I = Índice de inflação do período medido pelo IGP-DI.

As reticências da expressão acima indicam os meses compreendidos entre março e dezembro, suprimidos para reduzir o tamanho da expressão. A tabela 2 mostra a inflação obtida pela capitalização composta mensal conforme descrito acima para o índice a ser utilizado neste trabalho (IGP-DI) e para alguns dos principais indicadores de inflação no Brasil nos últimos anos.

Tabela 2 – Principais indicadores de inflação no Brasil

Ano / Índice (% a.a.)	IGP-DI (1)	IGP-M (2)	INCC (3)	INPC (4)	IPC-FIPE (5)
1996	9,33	9,19	9,56	9,12	10,03
1997	7,48	7,74	6,81	4,34	4,83
1998	1,71	1,79	2,76	2,49	(1,80)
1999	19,99	20,10	9,20	8,43	8,63
2000	9,80	9,95	7,66	5,27	4,38
2001	10,40	10,37	8,85	9,44	7,13
2002	26,41	25,30	12,87	14,74	9,90
2003	7,66	8,69	14,42	10,38	8,18
2004	12,13	12,42	11,04	6,13	6,56
Acumulado no período	165,31	167,21	120,66	95,94	74,34

(1) Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna – FGV. (2) Índice Geral de Preços – Mercado – FGV. (3) Índice Nacional de Preços da Construção Civil – FGV. (4) Índice Nacional de Preços ao Consumidor – IBGE. (5) Índice de Preços ao Consumidor do Município de São Paulo – FIPE/USP.

Fonte: www.ipeadata.gov.br. Acesso em 01/02/2006.

Esses números mostram que a taxa de depreciação da moeda no Brasil, mesmo após a melhoria da estabilidade inflacionária proporcionada pelo Plano Real, permanece presente e assume valores significativos. Essa constatação reforça a importância de dissociar-se das demonstrações contábeis o componente devido à inflação, capaz de causar enormes distorções nas decisões tomadas com base em relatórios levantados com base apenas em valores nominais.

4.4 Correção das demonstrações contábeis

Uma vez obtido os dados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados das empresas da amostra, assim como o índice de inflação do período do estudo, conforme visto anteriormente, será realizada a Correção Monetária de Balanços, de acordo com a sistemática vista no capítulo 3. Posteriormente, depois de obtida as informações relativas à correção das demonstrações contábeis para as empresas da amostra, serão obtidos o total pago em dividendos aos acionistas em cada ano e feito um estudo comparativo com o objetivo de verificar a correlação entre essas duas variáveis.

Para corrigir as demonstrações contábeis, primeiramente extraiu-se do banco de dados Econômica®, os valores do Ativo Permanente (AP), Patrimônio Líquido (PL), Resultado de Exercício Futuro (REF) e o Lucro Líquido do Exercício (LL) apurado pela Legislação

Societária (LS) para as empresas da amostra nos nove anos de estudo e transportou-se para o software Microsoft Excel®, onde iniciou-se correção das demonstrações.

Com o objetivo de que a Correção Monetária de Balanços reflita, senão perfeitamente, o mais próximo possível o verdadeiro efeito que a inflação causa nas demonstrações contábeis, será corrigida também a conta de Resultado de Exercícios Futuros – REF. Isso é sugerido por Almeida (1988, p. 104), após ressaltar que o grupo Resultado de Exercício Futuro não possui característica de dívida. Na verdade, o REF corresponde a receitas, custos e despesas já incorridos que, por uma questão de princípios contábeis ficam no balanço patrimonial transitoriamente até serem transferidos para a apuração do lucro líquido do exercício. Por isso será corrigido monetariamente junto com as contas do Patrimônio Líquido.

Como na conta de Patrimônio Líquido já estava somado (diminuído) o lucro (prejuízo) do exercício corrente, subtraiu-se do Patrimônio Líquido o Lucro Líquido daquele ano apurado pela Legislação Societária, para então corrigir-se o PL sem a interferência do LL do exercício. Feito isso, aplicou-se o valor da inflação apurado pelo IGP-DI sobre os valores do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido, obtendo assim a correção do AP e do PL. Os resultados da correção dessas duas contas formaram o Resultado com a Correção Monetária de Balanços.

Após calculado o Resultado com a Correção Monetária de Balanço (RCMB), apurou-se o Lucro Líquido do Exercício após essa correção, sendo formado pela soma do RCMB mais o LL do exercício sem a correção (apurado conforme a Legislação Societária). Por fim, somou-se ao valor do PL já corrigido o novo LL do exercício já com o RCMB. Os valores corrigidos do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido formaram a base para os próximos anos subseqüentes.

Cabe ressaltar que as variações observadas no decorrer de um determinado ano (de 01 de janeiro a 31 de dezembro), tanto para valores do AP quanto do PL, foram acrescidas aos valores corrigidos do AP e do PL do final ano anterior e só então realizou-se as novas correções. Isso foi repetido até o ano de 2004, o último de nosso estudo. Portanto, os valores corrigidos do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido foram sendo transportados ano a ano, idêntico ao que seria realizado se em 1995 não houvesse sido extinta a Correção Monetária de Balanço. As tabelas do Apêndice B mostram o Lucro Líquido do Exercício

antes da correção monetária, o Resultado com a Correção Monetária de Balanços e o novo Lucro do Exercício após a correção para todas as empresas da amostra em todos os anos do estudo, perfazendo um total de 2.050 demonstrações contábeis corrigidas, conforme a tabela 4.3. O resultado da correção monetária das 255 empresas da amostra deste estudo para os anos de 1996 a 2004 está no Apêndice B.

Tabela 3 - Composição da amostra do estudo.

Setor de Atividade Econômica	Número de empresas da amostra em cada ano									Total de Demonstrações Corrigidas
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
1. Agro e Pesca	1	1	2	2	2	3	3	3	3	20
2. Alimentos e Bebidas	14	18	19	19	18	18	17	18	18	159
3. Comércio	6	13	13	13	13	13	13	13	15	112
4. Construção	7	11	13	13	13	13	13	13	13	109
5. Eletroeletrônicos	6	7	7	7	7	7	7	7	7	62
6. Energia Elétrica	18	22	31	33	33	35	36	36	36	280
7. Minerais não Metálicos	2	3	4	4	4	4	4	4	4	33
8. Mineração	3	3	3	3	3	3	3	3	3	27
9. Máquinas Industriais	5	5	5	5	5	5	5	5	5	45
10. Papel e Celulose	7	7	7	7	8	8	8	8	8	68
11. Petróleo e Gás	6	8	8	8	8	8	8	8	8	70
12. Química	16	17	18	18	18	19	19	19	18	162
13. Siderurgia e Metalurgia	23	30	31	31	31	31	31	31	31	270
14. Software e Dados	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
15. Telecomunicações	3	4	19	22	22	23	24	24	24	165
16. Têxtil	21	23	27	27	27	27	27	28	28	235
17. Transportes e Serviços	2	4	7	8	9	9	11	11	12	73
18. Veículos e peças	14	17	18	18	18	18	18	18	18	157
Total de Observações/Ano	154	193	232	238	239	244	248	250	252	2050

Como pode ser observado na tabela 3, a amostra desse estudo é composta de 18 setores de atividade econômica. Esses setores compreendem todos aqueles disponíveis no banco de dados Economatica®, com exceção dos setores de Finanças e Seguros, Fundos e as empresas não enquadradas em nenhum setor específico. Cada número da tabela representa o total de empresas de determinado ano que procedeu-se a Correção Monetária de Balanço e obteve-se informações sobre os dividendos para ser analisado na sequência. Por exemplo, o número 14 na linha do setor de Alimentos e Bebidas e na coluna de 1996 indica que, naquele ano, um total de 14 empresas teve suas demonstrações corrigidas e coletas informações sobre dividendos e será chamada, a partir de agora, de observações.

O setor com o maior número de observações no decorrer dos nove anos do estudo foi o de Energia Elétrica, com 280 observações. Mais uma vez vale lembrar que não foram 280 empresas, mas sim 280 demonstrações contábeis de empresas corrigidas de 1996 a 2004. O total de empresas para esse setor nunca foi maior que 36. O setor com menor número de observações foi o de software e dados, com apenas uma empresa (Universo On Line) tendo aberto capital em 2002. O total de empresas foi crescendo a cada ano, passando de 154 em 1996 para 252 em 2004, perfazendo 2.050 observações nos nove anos e sendo 255 empresas diferentes.

4.5 Teste de hipótese para alterações no lucro das empresas

Após proceder-se com a correção monetária das 2.050 demonstrações contábeis, serão realizados dois testes estatísticos com objetivo de verificar se os novos valores do lucro líquido calculados com base na Correção Monetária de Balanço (Apêndice B) são significativamente diferentes daqueles apurados pelas empresas com base na legislação societária. Ou seja, **o objetivo é verificar se os efeitos da consideração da inflação no resultado das empresas pode ser considerado estatisticamente significativo no decorrer dos nove anos analisados.**

Como pode ser visto nas tabelas do Apêndice B, o lucro das empresas após a correção monetária das demonstrações é diferente do lucro líquido apurado pela legislação societária em todas as observações, isso porque em nenhuma empresa o resultado com a CMB foi zero.

No entanto, é preciso verificar se existem evidências suficientes para apoiar a afirmação de que a diferença média não é zero. Dessa maneira, formulou-se a hipótese nula (H_0) de que o lucro líquido das empresas antes da correção monetária é igual ao lucro líquido após a Correção Monetária de Balanço. Em outras palavras, a hipótese de nulidade é de que a consideração dos efeitos inflacionários no resultado das empresas não é capaz de alterar significativamente o lucro líquido apurado de acordo com a legislação societária (LS) em comparação ao lucro líquido apurado após a correção do Balanço. A hipótese nula, formulada com objetivo de ser rejeitada, pode ser assim enunciada:

$$H_0 : \mu_{LS} = \mu_{CMB}$$

Onde: μ_{LS} = média do lucro líquido pela Legislação Societária;

μ_{CMB} = média do lucro líquido pela Correção Monetária de Balanço.

Alternativamente, a hipótese de pesquisa (H_1) é de que a consideração dos efeitos inflacionários no resultado das empresas é capaz de alterar significativamente o lucro líquido apurado de acordo com a legislação societária (LS) em comparação ao lucro líquido apurado após a correção dos Balanços, e pode ser assim expressa:

$$H_1 : \mu_{LS} \neq \mu_{CMB}$$

Para testar a hipótese nula, utilizaremos dois testes estatísticos, um paramétrico e outro não-paramétrico. Conforme explicado por Triola (2005, p. 492), os testes paramétricos exigem suposições sobre a natureza ou a forma das populações envolvidas, tais como populações normalmente distribuídas, enquanto os testes não-paramétricos não exigem suposições sobre as distribuições populacionais.

Essas hipóteses foram construídas pressupondo uma relação de dependência entre as variáveis inflação e lucro. Para Gil (1991, p. 37) esse tipo de hipótese estabelece a existência de relações causais entre as variáveis, onde uma interfere na outra. Essa pesquisa pode ser classificada como empírica quantitativa. Para Richardson (1999, p. 70) o método quantitativo caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

Para Lakatos e Marconi (2003, p. 108) os processos estatísticos permitem obter, de conjuntos complexos, representações simples e constatar se essas verificações simplificadas têm relações entre si. Com isso, o método estatístico possibilita a redução de fenômenos econômicos a termos quantitativos, permitindo a comprovação de relações dos fenômenos entre si e a obtenção de generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado.

4.5.1 Teste Paramétrico

O primeiro teste aplicado foi o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas, conforme metodologia extraída de Triola (2005, p. 357). Amostra emparelhada significa que cada valor de uma amostra (lucro líquido pela legislação societária) está relacionado com cada valor da outra amostra (lucro líquido após a correção monetária). Todas as suposições para realização desse teste foram satisfeitas, ou seja, os dados amostrais consistem em pares combinados, as amostras são amostras aleatórias simples e o número de pares combinados de dados amostrais é suficientemente grande ($n > 30$). O atendimento a essa última suposição torna desnecessário testes sobre a normalidade da população de onde as amostras foram extraídas.

A estatística de teste de hipótese para amostras emparelhadas é a seguinte:

$$t = \frac{\bar{d} - \mu_d}{\frac{s_d}{\sqrt{n}}} \quad (9)$$

Onde: t = parâmetro da estatística de teste;

d = diferença individual entre dois valores em um único par combinado;

μ_d = valor médio das diferenças d para a população de todos os pares combinados;

$\bar{d}$ = valor médio das diferenças d para os dados amostrais emparelhados.

s_d = desvio padrão das diferenças d para os pares amostrais combinados;

n = número de pares de dados.

Importante ressaltar que, na aplicação dos testes estatísticos sobre os valores do lucro líquido antes e depois da CMB, optou-se conscientemente por trabalhar com a amostra em sua forma integral, sem a eliminação de possíveis *outliers*. Isso é estatisticamente aceitável e vem sendo adotado em trabalhos empíricos como este, como por exemplo em Lopes e Carvalho (2003), com o objetivo de não se desperdiçar nenhuma informação e tornar os resultados mais robustos.

Com base nos valores do lucro líquido antes e depois da Correção Monetária de Balanço, aplicou-se o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas com auxílio do software estatístico Statdisk® e os resultados estão na figura 7.

Claim	$\mu_d = 0$
Sample Size, n	2050
Diff. Mean, $\bar{x}_d$	-17.9815
Diff. St Dev, s_d	171.2169
Test Statistic, t	-4.7551
Critical t	± 2.5782
P-Value	0.0000
99% Confidence Interval:	
$-27.7312 < \mu_d < -8.2318$	
Reject the Null Hypothesis	
Sample provides evidence to reject the claim	

Figura 7 – Output de saída do software Statdisk®.

O resultado do Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas mostra que a estatística de teste (t) é de $-4,7551$ enquanto o valor crítico para um nível de significância de 1% (intervalo de confiança de 99%) é de $\pm 2,5782$. Como a estatística de teste cai na região crítica (figura 8) rejeita-se a hipótese nula de que a diferença entre as médias de lucro líquido antes e depois da Correção Monetária de Balanços é zero. Isso significa que **existem evidências empíricas suficientes para apoiar a afirmativa de que a consideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis é capaz de alterar significativamente o lucro líquido das empresas.**

Figura 8 – Estatística de teste e valores críticos para o teste paramétrico.

Isso é comprovado ainda pelo valor p (p -value) menor que 0,0000 e pelo fato de o intervalo de confiança não incluir o zero, indicando que o verdadeiro valor médio das diferenças d para a população de todos os pares combinados (μ_d) não contém o zero. Assim, podemos concluir que existe diferença significativa entre os valores dos lucros líquidos apurados de acordo com a legislação societária e os lucros líquidos apurados após a correção monetária das demonstrações contábeis.

4.5.2 Teste não-Paramétrico

O segundo teste, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados, é um teste não paramétrico (ou livre de distribuição) que não exige suposições sobre a distribuição populacional de onde as amostras foram extraídas. Isso quer dizer que esse teste não pressupõe que o lucro de todas as empresas brasileiras não-financeiras possui uma distribuição normal ou aproximadamente normal. Apesar de não ser tão eficiente quanto o teste paramétrico, isso é contrabalanceado pela composição da amostra desse estudo, que pode ser considerada grande (2.050 observações), tornando as evidências desse teste não-paramétrico mais forte.

A metodologia para aplicação desse teste foi extraída de Triola (2005, p. 502). Conforme explicado pelo autor, o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados é um teste que utiliza os postos dos dados amostrais, compostos de pares combinado, que considera o tamanho das diferenças dos pares. Nesse estudo, cada par de dados mostra o lucro líquido de uma empresa antes e depois da consideração dos efeitos inflacionários. Como esse teste considera o tamanho das diferenças (d), ele leva em consideração justamente o resultado da Correção Monetária de Balanço. A estatística de teste para amostras maiores que 30 é a seguinte:

$$z = \frac{T - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}} \quad (10)$$

Onde: T = menor valor da soma dos valores absolutos dos postos negativos das diferenças d não-nulas ou da soma dos postos positivos das diferenças d não-nulas;

n = número de pares de dados para os quais a diferença d não é zero.

A hipótese nula (H_0) de que o lucro líquido das empresas antes da correção monetária é igual ao lucro líquido após a Correção Monetária de Balanço e a hipótese alternativa (H_1) de que a consideração dos efeitos inflacionários no resultado das empresas é capaz de alterar significativamente o lucro líquido apurado de acordo com a legislação societária (LS) continuam as mesmas:

$$H_0 : \mu_{LS} = \mu_{CMB}$$

$$H_1 : \mu_{LS} \neq \mu_{CMB}$$

Onde: μ_{LS} = média do lucro líquido pela Legislação Societária;

μ_{CMB} = média do lucro líquido pela Correção Monetária de Balanço.

De posse dos valores do lucro líquido das empresas antes e depois da Correção Monetária de Balanço, aplicou-se o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados no software estatístico Statdisk® para testar as hipóteses acima enunciadas e os resultados estão na figura 9.

Num Unequal Pairs	1468
Using Approximation	
Test Statistic T	332273.0000
Mean, μ	539123.0000
St Dev, σ	16245.0210
Test Statistic, z	-12.7331
Critical z	± 2.5758
Reject the Null Hypothesis	
Sample provides evidence that the populations are different	

Figura 9 – *Output* de saída do software Statdisk®.

Como mostra a figura acima, o valor da estatística de teste z ($-12,7331$) é menor que o valor crítico de z ($\pm 2,5758$), de forma que a estatística de teste cai na região crítica (figura 10). A exemplo do adotado no teste paramétrico, aqui também foi adotado um nível de significância de 1% com um intervalo de confiança de 99% e os resultados estão de acordo com o observado no teste paramétrico.

Figura 10 – Estatística de teste e valores críticos para o teste não-paramétrico.

Portanto, pode-se rejeitar a hipótese nula de que a consideração dos efeitos inflacionários no resultado das empresas não é capaz de alterar significativamente o lucro líquido apurado de acordo com a legislação societária em comparação ao lucro líquido apurado após a correção do Balanço. **Existem evidências empíricas suficientes para apoiar a afirmativa de que a o lucro líquido das empresas altera-se consideravelmente quando considerado os efeitos da inflação sobre as demonstrações contábeis.**

4.6 Análise dos resultados da Correção Monetária de Balanço

Uma vez verificada que as alterações nos resultados das empresas foram estatisticamente significativas, será analisado o comportamento das empresas em relação aos ganhos e perdas com a inflação. Com o objetivo de sintetizar melhor os resultados da correção monetária das 2.050 demonstrações contábeis, considere-se que, com base nos resultados apurados pela legislação societária (LS) e pela Correção monetária de Balanço (CMB), uma empresa, independente da sua estrutura patrimonial, está sujeita a seis (e somente seis) situações diferentes.

A primeira delas ocorre quando uma empresa apresenta lucro pela LS e ganho pela CMB, fazendo que seu lucro seja aumentado. A segunda situação é observada quando uma empresa apresenta prejuízo pela LS e o ganho com a correção monetária é maior que o prejuízo da LS, tornando-a lucrativa. A terceira situação ocorre quando uma empresa apresenta prejuízo pela LS e o ganho com a CMB, que faz com que seu prejuízo seja diminuído. A quarta situação ocorre quando uma empresa apresenta lucro pela LS e perda com CMB, o que torna menor o seu lucro. No entanto, se a perda com a CMB for maior que o lucro pela LS, fazendo com que a empresa passe a apresentar prejuízo, tem-se uma quinta situação. A sexta e última situação ocorre quando uma empresa apresenta prejuízo pela LS e perda com a CMB, o que torna ainda pior seu resultado do período.

O quadro 11 resume as seis situações que ocorreram com as empresas da amostra a partir do momento em que se procedeu a correção monetária das demonstrações contábeis. As empresas enquadram-se em uma dessas situações, surgidas a partir do cruzamento dos resultados apurados pela Legislação Societária e após a Correção Monetária de Balanço. Vale ressaltar que as tabelas apresentadas na sequência para cada grupo descrito, apresentam o número de empresas, mas a identificação do nome pode ser identificada no Apêndice B.

Quadro 11 – Situações possíveis a partir da correção monetária das demonstrações

		Resultado pela Legislação Societária (LS)		
		Lucro		Prejuízo
		Aumentaram o lucro	Tornaram-se lucrativas	Diminuíram o prejuízo
Resultado com a Correção Monetária de Balanços (CMB)	Ganho	<u>Grupo 1</u> Empresas que tiveram o seu lucro apurado pela LS aumentado pelo ganho com a CMB		<u>Grupo 2</u> Empresas que tiveram prejuízo pela LS mas o ganho com a inflação foi maior que o prejuízo
		<u>Grupo 3</u> Empresas em que o prejuízo apontado pela LS foi diminuído após a correção das demonstrações		
	Perda	Diminuíram o lucro	Passaram para prejuízo	Aumentaram o prejuízo
		<u>Grupo 4</u> Empresas em que o lucro apontado pela LS foi diminuído após a consideração dos efeitos inflacionários	<u>Grupo 5</u> Empresas que apresentaram lucro pela LS mas a perda com a inflação foi maior que o lucro	<u>Grupo 6</u> Empresas que tiveram prejuízo com a LS e perda com a CMB

Após a construção desse quadro de classificação, foram analisados os resultados das demonstrações contábeis das 255 empresas da amostra nos anos de 1996 a 2004 e agrupadas as 2.050 observações do estudo nas seis situações descritas anteriormente, com objetivo de fornecer um panorama do número de empresas que se enquadraram em cada uma das situações descritas dentro de cada classificação setorial. Dessa forma, as próximas análises irão explorar com mais detalhes cada “quadrante” do quadro 11, como pode ser visualizado na figura 11 para o exemplo do grupo 1. Portanto, cada um dos próximos seis quadros corresponderá a cada um dos grupos de empresas classificadas nas situações de 1 a 6.

Resultado com a Correção Monetária de Balanços (CMB)		Resultado pela Legislação Societária (LS)		
		Lucro	Prejuízo	
Ganho	Aumentaram o lucro		Tornaram-se lucrativas	Diminuíram o prejuízo
	Grupo 1			
			Grupo 2	Grupo 3
Perda	Diminuíram o lucro	Passaram para prejuízo	Aumentaram o prejuízo	
	Grupo 4	Grupo 5	Grupo 6	

Figura 11 – Representação da forma de análise para o agrupamento de empresas

A tabela 4 mostra o resultado da classificação das empresas que tiveram lucro pela legislação societária e ganho com a correção monetária (grupo 1). O número entre parênteses após o nome do setor – lado direito da tabela – representa o número total de observações para aquele setor no decorrer dos anos do estudo. Como a tabela 4 representa um dos quadrantes do quadro 11, sua estrutura foi mantida semelhante à sua origem, ou seja, no lado esquerdo estará representado o resultado com a Correção Monetário de Balanço (ganho ou perda), no cabeçalho o Resultado de acordo com a Legislação Societária (lucro ou prejuízo) e no lado direito o nome do setor com o total de observações.

Esse primeiro grupo, formado por empresas que apresentaram lucro no exercício pela legislação societária e que também tiveram ganho com a correção monetária das demonstrações (tornando o resultado do período ainda maior), é o que contém o maior número de observações de todo o estudo. Das 2.050 demonstrações corrigidas, 762 (correspondente a 37,2% da amostra) se enquadraram nessa situação. Um exemplo de empresa que se enquadrou nesse grupo no ano de 1996 é o da empresa Ambev, que apresentou lucro societário de R\$ 324.894.000,00 e ganho com CMB de R\$ 87.497.393,00, aumentando ainda mais seu resultado positivo no ano.

Tabela 4 - Número de observações por setor classificadas no grupo 1 do quadro 11.

		Resultado pela Legislação Societária								Setor de Atividade Econômica	
		Lucro									
		Resultado após a CMB: Aumentaram o lucro									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003		2004
Resultado com a Correção Monetária de Balanços	Ganho	0	0	0	0	1	3	1	1	1	Agro e Pesca (20)
		6	7	8	5	5	6	5	9	8	Alimentos e Bebidas (159)
		1	1	2	2	1	1	3	4	5	Comércio (112)
		0	0	1	0	1	1	0	1	0	Construção (109)
		3	2	2	1	4	1	3	2	2	Eletroeletrônicos (62)
		8	17	23	12	16	22	8	20	25	Energia Elétrica (280)
		0	1	0	1	0	0	0	1	1	Minerais não Metálicos (33)
		1	2	2	2	2	2	1	2	2	Mineração (27)
		1	1	2	1	1	1	1	1	1	Máquinas Industriais (45)
		4	4	1	5	6	5	5	8	8	Papel e Celulose (68)
		2	4	6	6	7	5	4	6	7	Petróleo e Gás (70)
		5	8	8	9	12	9	8	12	13	Química (162)
		9	10	10	9	11	10	9	11	13	Siderurgia e Metalurgia (270)
		0	0	0	0	0	0	0	0	1	Software e Dados (3)
		3	4	15	12	13	12	8	9	7	Telecomunicações (165)
		4	4	4	8	10	7	3	6	7	Têxtil (235)
		1	2	1	0	2	2	3	4	6	Transportes e Serviços (73)
		2	3	7	3	4	7	5	6	7	Veículos e peças (157)
		50	70	92	76	96	94	67	103	114	Total (2050)

Apesar de o setor de Energia Elétrica ter apresentado o maior número de empresas classificadas nesse grupo (20% das 762 observações no grupo 1), os setores de Papel e Celulose e Petróleo e Gás foram aqueles onde a maioria das empresas desses dois setores se enquadraram nesse grupo. Com 68% e 67% respectivamente, esses dois setores foram os que mais tiveram empresas, proporcionalmente aos seus tamanhos, com lucro na LS e ganho com a CMB. Além disso, com o decorrer dos anos desse estudo, observa-se que o número de empresas dos setores de Papel e Celulose e Petróleo e Gás está entrando nesse grupo.

Os setores de Mineração e Energia Elétrica também merecem destaque pela alta participação de suas empresas (59% e 54% respectivamente) nesse grupo. Dos 18 setores analisados, 10 tiveram a maior parte das suas observações enquadradas no grupo 1. Os setores de menor participação nesse grupo foram os de Minerais Não Metálicos (12%) e Construção (4%).

As características desse grupo são excelentes, pois mostra as empresas que vêm obtendo êxito na geração de resultado pela legislação societária e, mesmo com o processo de inflação observado nos últimos nove anos, a sua estrutura patrimonial permite que obtenham ganho com a correção monetária. No tocante à distribuição de lucros, essas empresas têm uma liberdade maior na definição do índice de *payout*, e poderiam inclusive ter distribuído mais dividendos aos seus acionistas, uma vez que apurariam um maior valor de lucro contábil.

Já o segundo grupo (tabela 5), representa as empresas que apresentaram prejuízo pela legislação societária, porém, elas se tornariam lucrativas caso fosse considerado os efeitos inflacionários nas suas demonstrações contábeis. Observa-se que, nesse grupo, há uma inversão de resultado. O prejuízo apurado com base apenas em valores nominais, na verdade seria lucro, caso fosse aplicada a sistemática da Correção Monetária de Balanços.

Tabela 5 - Número de observações por setor classificadas no grupo 2 do quadro 11.

		Resultado pela Legislação Societária									Setor de Atividade Econômica
		Prejuízo									
		Resultado após a CMB: Tornaram-se lucrativas									
1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004			
Resultado com a Correção Monetária de Balanços	Ganho	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Agro e Pesca (20)
		0	1	1	4	2	2	3	0	0	Alimentos e Bebidas (159)
		0	0	0	0	0	0	1	1	1	Comércio (112)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Construção (109)
		0	0	0	1	0	1	0	0	0	Eletroeletrônicos (62)
		2	0	1	17	7	8	15	7	6	Energia Elétrica (280)
		0	0	0	1	0	0	0	0	0	Minerais não Metálicos (33)
		1	0	0	0	0	0	0	0	0	Mineração (27)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Máquinas Industriais (45)
		0	1	0	1	2	2	3	0	0	Papel e Celulose (68)
		1	0	1	0	0	0	2	0	0	Petróleo e Gás (70)
		1	1	1	2	1	3	2	0	0	Química (162)
		1	1	0	4	1	1	8	1	3	Siderurgia e Metalurgia (270)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Software e Dados (3)
		0	0	0	3	3	6	7	4	6	Telecomunicações (165)
		1	0	0	1	1	2	3	2	4	Têxtil (235)
		1	0	2	7	2	2	3	1	2	Transportes e Serviços (73)
		0	2	0	3	4	0	3	1	2	Veículos e peças (157)
				8	6	6	44	23	27	51	17

Uma empresa que se enquadrrou, a título de exemplo, nesse segundo grupo foi a Companhia Paulista de Força e Luz. No ano de 2003, se considerado apenas o resultado apurado pela Contabilidade Societária, a empresa apresentaria prejuízo de mais de 40 milhões de reais. No entanto, se considerado o efeito inflacionário daquele período, a empresa obteria um ganho de quase 180 milhões de reais, capaz de reverter seu prejuízo para lucro.

Como mostrado na tabela 5, o de Energia Elétrica é o mais representativo, pois possui o maior número absoluto (63) e proporcional (30,6%) de observações nesse grupo. Dois outros setores que teriam um considerável número de empresas invertendo seus resultados seriam os de Siderurgia e Metalurgia e Telecomunicações.

Aqui vale destacar uma importante constatação: o número de empresas nesse segundo grupo, teve aumentos (picos) nos anos de 1999 e 2002, justamente os anos em que as inflações, mensuradas pelo IGP-DI foram as maiores, com 19,99% e 26,41% respectivamente. Isso mostra que, quanto maior a inflação observada em uma economia, maior o poder de distorção dos resultados empresariais, se não corrigidos monetariamente. Apesar de essa conclusão parecer óbvia, esses números confirmam empiricamente esse consenso.

A decisão de distribuição de lucros pode ter sido fortemente afetada para as empresas enquadradas nesse segundo grupo. O fato de as empresas terem apurado prejuízos societários, quando na verdade teriam lucro pela CMB, inibe uma maior distribuição de dividendos aos acionistas. Porém, esse aspecto será tratado mais a fundo quando analisarmos o *dividend payout ratio* dessas empresas.

O terceiro grupo (tabela 6) é constituído de empresas que tiveram prejuízo apurado de acordo com as normas societárias, porém, o ganho com a inflação observado para essas empresas não foi capaz de reverter o prejuízo societário, fazendo apenas com que eles diminuíssem. Como exemplo, temos a empresa Acesita no ano de 1998. O prejuízo societário da empresa naquele ano foi de R\$ 618.646.000,00 e, mesmo a sua estrutura patrimonial lhe proporcionando um ganho monetário de R\$ 10.818.811,00, a companhia não reverteria seu prejuízo, somente o diminuiria.

Tabela 6 - Número de observações por setor classificadas no grupo 3 do quadro 11.

Tabela 6 - Número de observações por setor classificadas no grupo 5 do quadro 11.													
		Resultado pela Legislação Societária								Setor de Atividade Econômica			
		Prejuízo											
Resultado com a Correção Monetária de Balanços		Ganho		Resultado após a CMB: Diminuíram o prejuízo									
				1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
				0	1	1	1	0	0	0	1	1	Agro e Pesca (20)
				4	4	3	3	5	5	3	3	3	Alimentos e Bebidas (159)
				0	3	2	1	3	5	3	1	1	Comércio (112)
				1	1	0	0	1	1	2	2	3	Construção (109)
				0	0	1	2	0	0	0	0	0	Eletroeletrônicos (62)
				4	3	6	3	7	3	12	6	1	Energia Elétrica (280)
				1	0	1	0	1	1	1	1	1	Minerais não Metálicos (33)
				0	0	0	0	0	0	1	0	0	Mineração (27)
				0	1	0	0	0	0	0	0	0	Máquinas Industriais (45)
				3	2	6	1	0	1	0	0	0	Papel e Celulose (68)
				1	2	1	2	0	1	0	1	0	Petróleo e Gás (70)
				6	6	5	3	2	3	4	2	1	Química (162)
				6	8	9	7	6	7	3	7	3	Siderurgia e Metalurgia (270)
				0	0	0	0	0	0	0	1	0	Software e Dados (3)
				0	0	2	5	3	5	6	1	3	Telecomunicações (165)
				3	5	5	3	5	6	9	9	6	Têxtil (235)
				0	1	3	1	5	4	5	5	3	Transportes e Serviços (73)
				6	6	3	4	4	6	4	7	5	Veículos e peças (157)
35	43	48	36	42	48	53	47	31	Total (2050)				

O setor de Siderurgia e Metalurgia foi o que mais teve observações classificadas nesse grupo, tanto em valores absolutos, 56, quanto e em valores percentuais, 15% do total. Porém, esse grupo 3 foi aquele onde a maioria das observações do setor de Transportes e Serviços foram enquadradas. Das 73 demonstrações de empresas corrigidas para esse setor, 27 (representando 37% do total) tiveram o prejuízo apurado pela LS reduzido pelo ganho com a CMB. Outro setor que teve esse terceiro grupo como predominante, foi o de Veículos e Peças, onde 45 das 157 demonstrações corrigidas tiveram essa característica.

Os dois últimos setores que se gostaria de destacar é o de Energia Elétrica e Têxtil, que, juntos, foram responsáveis por 25% das observações desse terceiro grupo (com 12% e 13% respectivamente). Para todos os outros setores, o número de observações nesse grupo não foi tão representativo. No tocante a distribuição de dividendos, o fato de as empresas terem apresentado um prejuízo pela legislação societária maior do que seria no caso da consideração dos efeitos inflacionários, não teria efeito de alterar os índices de *payout*, já que as empresas continuariam apresentando prejuízo. Portanto, acredita-se que as empresas classificadas nesse

grupo dificilmente alterariam sua política de distribuição de lucros, já que estariam tendo prejuízo com suas operações.

Isso já seria diferente para as empresas do grupo 4 (tabela 7), que apresentaram lucro no exercício de acordo com legislação societária, porém, se ainda fosse obrigatória a Correção Monetária de Balanço elas incorreriam em perda inflacionária. No entanto, essa perda não seria capaz de transformar o lucro societário em prejuízo, mas reduziriam o valor do lucro e, conseqüentemente, teria um poder maior de influenciar a decisão de distribuição de dividendos aos acionistas.

Tabela 7 - Número de observações por setor classificadas no grupo 4 do quadro 11.

		Resultado pela Legislação Societária								Setor de Atividade Econômica	
		Lucro									
		Resultado após a CMB: Diminuíram o lucro									
Resultado com a Correção Monetária de Balanços	Perda	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
		0	0	0	1	0	0	1	0	1	Agro e Pesca (20)
		3	5	4	3	3	3	3	4	4	Alimentos e Bebidas (159)
		4	6	6	3	3	6	1	4	6	Comércio (112)
		3	6	6	2	5	5	3	4	3	Construção (109)
		3	2	2	1	2	2	2	2	2	Eletroeletrônicos (62)
		4	2	0	1	2	1	0	2	3	Energia Elétrica (280)
		1	2	2	1	2	2	2	2	2	Minerais não Metálicos (33)
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	Mineração (27)
		2	3	1	1	3	2	1	2	2	Máquinas Industriais (45)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Papel e Celulose (68)
		2	2	0	0	1	2	1	1	1	Petróleo e Gás (70)
		3	2	3	3	2	3	3	4	4	Química (162)
		4	10	7	6	8	11	9	11	11	Siderurgia e Metalurgia (270)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Software e Dados (3)
		0	0	2	1	2	0	2	5	5	Telecomunicações (165)
		8	8	10	5	5	8	4	9	8	Têxtil (235)
		0	0	0	0	0	0	0	1	1	Transportes e Serviços (73)
		2	3	2	2	4	4	3	3	3	Veículos e peças (157)
40	52	46	31	43	50	36	55	57	Total (2050)		

A análise desse quarto grupo se torna ainda mais relevante pelo fato de ele ser o segundo mais representativo de todo o estudo, ou seja, após o grupo 1, a maioria das observações desse trabalho se concentraram nesse quarto grupo, com 20% das observações. As empresas desse grupo apresentaram lucro pela Legislação Societária, porém, incorreram em perdas monetárias. O valor dessa perda monetária, no entanto, foi menor o lucro nominal. Como exemplo, temos a empresa Drogasil no ano de 2000, que apresentou lucro nominal de R\$ 1.931.000,00 e perda com CMB de R\$ 1.780.464,00, inferior, portanto, ao ganho societário.

Como pode ser visualizado na tabela 7 o setor de Siderurgia e Metalurgia é o mais representativo dentre todos os outros setores, tanto em valores absolutos (77 observações de 1996 a 2004) quanto em termos percentuais (19% do grupo 4 é formado por observações do setor de Siderurgia e Metalurgia). Porém, mesmo com essa grande quantidade de observações nesse grupo, não se pode dizer que o setor de Siderurgia e Metalurgia teve a maioria de suas observações nesse grupo, e sim no grupo 1.

No entanto, o grupo 4 é aquele em que a maioria das observações dos setores de Comércio, Construção, Minerais não Metálicos, Máquinas Industriais e Têxtil foram classificadas. Se há um grupo que resume as características da maioria das empresas desses cinco setores, esse é o grupo quatro.

Quando analisado o comportamento desse grupo no decorrer dos anos, tem-se uma importante constatação: nos anos de 1999 e 2002, nos quais ocorreram os maiores índices de inflação (19,99% e 26,41%, respectivamente), esse grupo apresentou o menor número de observações. Isso parece ser uma evidência de que quando a inflação de um período aumenta, diminui o número de empresas que têm lucros pela legislação societária e a consideração dos efeitos inflacionários apenas diminui esse lucro.

Para buscar melhor entendimento desse fenômeno, necessária se faz a análise do quinto grupo (tabela 8), que possui uma característica similar com o quarto grupo – as empresas apresentaram inicialmente lucro pela legislação societária –, porém, a consideração dos efeitos inflacionários foi capaz de transformar o lucro dessas empresas em prejuízo. Isso significa que o resultado negativo com a correção monetária das demonstrações contábeis para essas empresas foi maior que o valor apurado como lucro do exercício de acordo com as normas societárias.

Devido a essas características, esse quinto grupo é que mais tem poder de distorcer a decisão de distribuição de lucros. Para as empresas classificadas nesse grupo, a descon sideração dos efeitos inflacionários no decorrer dos últimos nove anos simplesmente inverteria o resultado por elas apurado. Isso aconteceu, por exemplo, com a construtora João Fortes no ano de 2004. Desconsiderando os efeitos da inflação, a empresa apurou um lucro de R\$ 2.084.000,00. Porém, ao se corrigir as demonstrações contábeis, a perda com a CMB atingiu R\$ 12.929.124,00, valor bem superior ao seu lucro nominal.

Tabela 8 - Número de observações por setor classificadas no grupo 5 do quadro 11.

		Resultado pela Legislação Societária								Setor de Atividade Econômica		
		Lucro										
		Resultado após a CMB: Passaram para prejuízo										
Resultado com a Correção Monetária de Balanços	Perda	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004		
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Agro e Pesca (20)
		1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	Alimentos e Bebidas (159)
		0	1	0	3	2	0	4	1	1	1	Comércio (112)
		1	2	2	6	4	4	6	3	4	4	Construção (109)
		0	0	0	1	0	1	0	1	1	1	Eletroeletrônicos (62)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Energia Elétrica (280)
		0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	Minerais não Metálicos (33)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Mineração (27)
		1	0	0	1	0	1	2	1	1	1	Máquinas Industriais (45)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Papel e Celulose (68)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Petróleo e Gás (70)
		1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	Química (162)
		0	0	0	1	2	0	0	1	0	0	Siderurgia e Metalurgia (270)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Software e Dados (3)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Telecomunicações (165)
		1	0	0	4	1	0	2	0	0	2	Têxtil (235)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Transportes e Serviços (73)
		0	1	0	2	0	0	1	0	0	1	Veículos e peças (157)
		5	4	3	21	11	7	18	8	13		Total (2050)

Um agravante é o fato de que, quanto maior a inflação, maior o poder de distorção desse resultado. Esse grupo complementa o anterior (grupo 4) e explica porque maiores índices de inflação (anos de 1999 e 2002) diminuem o número de empresas no grupo 4: elas passam a integrar o grupo 5.

Apesar de esse ser o grupo com menor número de observações de todos os outros (90), pouco mais de 4% do total, as empresas classificadas nesse grupo devem ter extremo cuidado na definição de políticas de distribuição de lucros. Isso porque, essas empresas distribuíram dividendos com base em um lucro que, se considerada a inflação do período, na verdade não existiu. Pelo contrário, devido à estrutura patrimonial dessas empresas – com predominância de ativos monetários em relação aos passivos monetários – elas incorreram em prejuízo, não devendo pagar dividendos aos seus acionistas.

Das 90 observações desse grupo 5 ao longo dos nove anos do estudo, 36% foram de empresas do setor de Construção, 13% do setor de comércio, 11% do setor Têxtil e 8% do setor de Máquinas Industriais. Além de ser o setor predominante nesse grupo, do total de empresas do

setor de Construção, 29,4% estiveram concentradas nesse quinto grupo. O Apêndice B mostra que a Construtora Beter esteve classificada no grupo 5 em todos os anos do estudo. Isso equivale dizer que essa empresa apresentou lucro nos últimos nove anos, dentro da legislação societária, mas se fossem considerados os efeitos inflacionários ela na verdade incorreria sucessivos prejuízos.

Outra empresa que esteve durante vários anos nesse grupo foi a Bardella, do setor de Máquinas Industriais. Em nove anos de estudo, seis deles a empresa apresentou lucro societário que seria prejuízo caso suas demonstrações fossem corrigidas monetariamente. O mesmo aconteceu com a empresa João Fortes do setor de Construção e Granóleo do setor alimentício. Para essas empresas, a questão da distribuição de lucros será analisada com mais detalhes posteriormente.

A tabela 9 apresenta o último grupo dessa parte do estudo. O grupo 6 apresenta empresas que apuraram prejuízo de acordo com a LS e ainda teriam perda inflacionária, caso aplicassem a metodologia da CMB. Esse grupo é o segundo menos representativo do estudo, com menos de 10% das observações totais. E as empresas caracterizadas nesse grupo, provavelmente não teriam a decisão de distribuição de dividendos muito afetada, já que apresentaram prejuízos nos períodos analisados e, assim, não tiveram lucros a distribuir aos acionistas.

Os setores que mais contribuíram para a formação desse grupo, em termos percentuais, foram os Têxtil e Construção (com 21 e 13% respectivamente), seguidos dos setores Veículos e Peças e Siderurgia e Metalurgia, ambos com 11% de participação. Em termos individuais, nenhum dos dezoito setores tiveram a maioria de suas observações classificadas nesse grupo. Em outras palavras, nenhum dos setores desse estudo, teve como característica predominante empresas com prejuízo societário e perda inflacionária.

Mesmo para o setor Têxtil, que teve o maior número de observações absoluto nesse setor, 42, em termos percentuais das observações totais do seu setor (235) não chega 19%. Porém, o setor de Software e Dados, como teve apenas uma empresa no estudo com somente três anos de demonstrações publicadas, sendo uma classificada nesse sexto grupo. Trata-se da empresa Universo On-Line, que em 2002 obteve um prejuízo nominal de R\$ 317.329.000,00 e ainda incorreu em perda inflacionária de R\$ 20.633.605,00.

Tabela 9 - Número de observações por setor classificadas no grupo 6 do quadro 11.

		Resultado pela Legislação Societária								Setor de Atividade Econômica	
		Prejuízo									
		Resultado após a CMB: Aumentaram o prejuízo									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003		2004
Resultado com a Correção Monetária de Balanços	Perda	1	0	1	0	1	0	0	1	0	Agro e Pesca (20)
		0	1	2	3	3	1	2	1	2	Alimentos e Bebidas (159)
		1	2	3	4	4	1	1	2	1	Comércio (112)
		2	2	4	5	2	2	2	3	3	Construção (109)
		0	3	2	1	1	2	2	2	2	Eletroeletrônicos (62)
		0	0	1	0	1	1	1	1	0	Energia Elétrica (280)
		0	0	1	0	0	1	0	0	0	Minerais não Metálicos (33)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Mineração (27)
		1	0	2	2	1	1	1	1	1	Máquinas Industriais (45)
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	Papel e Celulose (68)
		0	0	0	0	0	0	1	0	0	Petróleo e Gás (70)
		0	0	1	0	0	1	1	1	0	Química (162)
		3	1	5	4	3	2	2	0	1	Siderurgia e Metalurgia (270)
		0	0	0	0	0	0	1	0	0	Software e Dados (3)
		0	0	0	1	1	0	1	5	2	Telecomunicações (165)
		4	6	8	6	5	4	6	2	1	Têxtil (235)
		0	1	1	0	0	1	0	0	0	Transportes e Serviços (73)
		4	2	6	4	2	1	2	1	0	Veículos e peças (157)
				16	18	37	30	24	18	23	20

Com o objetivo de verificar se a alteração no índice de inflação da economia do país tem poder de influenciar a classificação das empresas nos grupos mapeados anteriormente, foi construído o gráfico 1, que mostra a evolução do total de empresas nos dezoito setores de atividade econômica diferentes ao longo dos anos de 1996 a 2004 nos grupos 2 e 5, que foram os mais altamente correlacionados positivamente com a evolução dos índices inflacionários.

A constatação da alta correlação dos grupos dois e cinco com a inflação, conforme visualizado no gráfico, fornece uma importante evidência do poder de distorção que a não consideração da alta generalizada dos preços de uma economia nas demonstrações contábeis pode causar na apuração do resultado empresarial. O grupo 2 é composto por empresas que apresentavam prejuízo no exercício (apurado conforme a legislação societária), mas que teriam lucro caso suas demonstrações fossem corrigidas monetariamente. Já as empresas classificadas no grupo 5 possuem característica exatamente contrária: apresentaram lucro pela legislação societária, mas após a correção monetária, o lucro tornaria-se prejuízo, devido a não proteção dessas empresas aos efeitos inflacionários.

Gráfico 1 – Comportamento dos grupos 2 e 5 perante a inflação.

A constatação da alta correlação dos grupos dois e cinco com a inflação, conforme visualizado no gráfico, fornece uma importante evidência do poder de distorção que a não consideração da alta generalizada dos preços de uma economia nas demonstrações contábeis pode causar na apuração do resultado empresarial. O grupo 2 é composto por empresas que apresentavam prejuízo no exercício (apurado conforme a legislação societária), mas que teriam lucro caso suas demonstrações fossem corrigidas monetariamente. Já as empresas classificadas no grupo 5 possuem característica exatamente contrária: apresentaram lucro pela legislação societária, mas após a correção monetária, o lucro tornaria-se prejuízo, devido a não proteção dessas empresas aos efeitos inflacionários.

Esses dois grupos são formados por empresas que alterariam totalmente o resultado apurado para o seu empreendimento e, são aqueles que mais estão correlacionados positivamente com a inflação. Isso parece nos fornecer uma forte evidência de que quanto maior a inflação de um período, maior o número de empresas que teriam a medida do sucesso empresarial (no caso o lucro líquido do exercício) totalmente invertida.

Dois outros grupos deste estudo merecem destaque por apresentarem forte correlação, porém negativa, do total de observações em relação à inflação. São eles os grupos 1 e 4 e o gráfico 2 mostra a evolução do número de observações nesses dois grupos com relação ao comportamento da inflação de 1996 a 2004.

Como pode ser verificado no gráfico, nos períodos em que a inflação retrocedeu (1998, 2000 e 2003) o número de empresas classificadas nesses dois grupos aumentou. Por sua vez, nos anos de 1999 e 2002, a elevação do índice IGP-DI ocasionou uma diminuição das observações nesses dois grupos. Para recordar, tanto as empresas do grupo 1 quanto as do grupo 4 apuraram lucro de acordo com as normas societárias, mas, enquanto as empresas do grupo 1 tiveram ganhos com a inflação, as empresas do grupo 4 apresentaram perda monetária. Porém, essa perda não foi capaz de alterar o resultado, somente diminuíram o total do lucro líquido de exercício.

Vale ressaltar que esses dois grupos são os mais representativos do estudo, sendo que 37,2% das observações foram classificadas no grupo 1 e 20% no grupo 4. Somados, esses dois grupos representam a característica de quase 60% das observações desse trabalho. O fato de serem negativamente correlacionados pode ser explicado pelo fato de que, quando a inflação atinge um patamar elevado, as empresas classificadas nesses dois grupos (que apuraram lucro societário) migram para os grupos 2 e 5. Ou seja, baixos índices de inflação não são capazes de distorcer o resultado dessas empresas, já que a perda monetária não supera o lucro societário. Já elevados índices inflacionários fazem com que a perda monetária seja grande, suplantando o lucro e fazendo com que essas empresas mudem o sinal dos seus resultados.

Os grupos 3 e 6 não apresentam nenhum comportamento homogêneo ao longo dos anos com relação ao IGP-DI. Uma característica particular desses dois grupos é que eles são os únicos onde o total de observações diminuiu no decorrer dos últimos nove anos. O grupo 3 apresentava 35 observações em 1996 e em 2004 esse número era de 31. No grupo 6, o total de observações em 1996 era de 16 e em 2004 foram apenas 13. Como o número total de observações cresceu gradativamente no decorrer dos anos deste estudo (passando de 154 em 1996 para 252 em 2004) a representatividade percentual desses dois grupos caiu ainda mais.

Quanto à questão da distribuição dos lucros, acredita-se que os grupos 3 e 6 não são capazes de causar maiores distorções na decisão de *payout*. Isso porque os dois grupos apresentaram prejuízos pela legislação societária, base pela qual as empresas calculam os dividendos. A única diferença entre eles seria o ganho (para grupo 3) ou a perda (para o grupo 6) inflacionária, mas a correção monetária das demonstrações não seria capaz de alterar o sinal do resultado apurado sem a consideração da inflação.

Para se ter uma melhor noção da representatividade de cada um dos dezoito setores na composição da amostra desse estudo, medidos pelo número de observações de cada um (sendo que cada observação corresponde a um conjunto de demonstrações contábeis de uma empresa em um exercício), e de como suas empresas se comportaram após a correção das demonstrações contábeis nos nove anos do estudo, foi elaborado o gráfico 3.

O gráfico 3 permite visualizar os maiores setores em número de observações e aqueles que tiveram mais empresas com ganho ou perda inflacionária. Os setores de Energia Elétrica, Siderurgia e Metalurgia e Têxtil são os mais representativos da amostra, com mais de 200 observações cada um. Juntos, esses três setores correspondem a quase 40% do total das observações desse estudo (785 observações de um total de 2.050, ou, 38,3%).

Alimentos e Bebidas, Química, Telecomunicações e Veículos e Peças têm praticamente a mesma representação cada um (em torno de 160 observações) e, somados, respondem por 31,4% do total. Os menos representativos são os setores de Agro e Pesca, Mineração e Software e Dados. Esse último com apenas três observações correspondentes às demonstrações de uma empresa nos três últimos anos do estudo. Porém, optou-se por não excluir esses setores da amostra para permitir a inferência de análises da totalidade dos setores não financeiros da economia brasileira com empresas de capital aberto.

Gráfico 3 - Resultado da Correção Monetária de Balanço por setor de Atividade Econômica.

Tendo uma melhor noção do tamanho de cada setor nesse estudo, o resultado com a correção monetária será analisado com auxílio de gráfico 4 que mostra o percentual de observações de cada setor que apresentaram ganho ou perda com a CMB. Vale destacar que esse gráfico não leva em consideração o tamanho de cada setor e deve ser analisado em conjunto com o gráfico anterior (gráfico 3) para que conclusões distorcidas não sejam realizadas. Para auxiliar a noção da representatividade de cada setor, logo após o nome de cada um (eixo x), é apresentado o total de observações no período de 1996 a 2004.

O gráfico 4 facilita a visualização do impacto que a consideração dos efeitos inflacionários causou nas empresas de cada um dos setores de atividade econômica brasileiros. O setor mais “protegido” contra a corrosão do poder aquisitivo da moeda é o de Papel e Celulose. Nenhuma das oito empresas desse setor (Aracruz, Ceulose Irani, Klabin, Melhoramentos SP, Melpaper, Ripasa, Suzano Papel e Votorantim) apresentaram perda com a inflação nos nove anos estudados. Isso significa que a estrutura patrimonial dessas empresas foi capaz de lhes proporcionar consecutivos ganhos com a correção monetária no período de 1996 a 2004.

O setor de Transportes e Serviços também apresentou reduzido número de empresas com perdas monetárias. Das treze companhias desse setor, apenas duas, América Latina Logística e Gol, apresentaram resultado negativo com a CMB e um e dois períodos respectivamente.

Em todos os outros períodos e para todas as outras empresas, só foram observados ganhos com a inflação.

Gráfico 4 – Percentual de observações com ganhos e perdas monetárias por setor de Atividade Econômica.

O setor de Energia Elétrica, o de maior número de empresas de toda a amostra, foi um dos que menos sofreram com os aumentos generalizados de preços da economia brasileira. Para 92,5 das observações desse setor, a correção monetária das demonstrações contábeis apontou ganho e as poucas perdas observadas foram bem dispersas entre as 36 empresas que compuseram esse setor.

Outros três setores que se destacaram pela alta porcentagem de observações com ganhos monetários foram os de Petróleo e Gás, Telecomunicações e Química. Enquanto nos dois primeiros setores as perdas estiveram bem dispersas entre várias empresas, no setor de Química ocorreu o contrário. Todas as perdas inflacionárias se concentraram em sete empresas (do total de dezenove), com destaque para as empresas Bombril, Copesul, Polialden e Politenio que tiveram perdas com a CMB em quase todos os anos do estudo, conforme pode ser verificado nas tabelas do Apêndice B.

Seis setores tiveram praticamente o mesmo percentual de observações com ganho monetário. Siderurgia e Metalurgia, Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Veículos e Peças, Software e Dados e Mineração, tiveram praticamente 2/3 de suas observações apurando ganho com a inflação e 1/3 incorrendo em perda monetária ao longo dos anos de 1996 a 2004. O setor de Mineração apresentou apenas três empresas e os resultados foram bem polarizados: uma empresa (Magnesita) apresentou perda com a CMB em todos os anos estudados e duas (Caemi e Vale do Rio Doce) apresentaram ganhos em todos os anos.

O setor de Software e Dados teve apenas uma empresa em três anos de estudo, sendo uma perda com a CMB e dois ganhos. No setor de Veículos e Peças, um pouco mais numeroso, das 18 empresas da amostra, 9 delas (Arteb, Cobrasma, DHB, Fras-Le, Randon Participações, Riosulense, Tupy, Wetzel e Wiest) tiveram ganho com a inflação em todos os períodos que apresentaram demonstrações. Comportamento contrário foi apresentado pela empresa Bicicletas Monark, em que sua estrutura patrimonial determinou perda monetária em todos os anos com demonstrações publicadas. O mesmo aconteceu para três empresas do setor de Alimentos e Bebidas (Granóleo, Iguaçu Café e Oderich) que somente tiveram perdas monetárias.

O setor de Agro e Pesca foi composto de apenas três organizações: Manasa, Rasip Agro Pastoril e Renar Macas. Enquanto a primeira e a última apresentaram sucessivos ganhos monetários, a empresa Rasip Agro Pastoril teve predominância de perdas com a inflação.

Já no segundo maior setor em número de observações do estudo, o de Siderurgia e Metalurgia, das 31 empresas que compuseram esse setor, 13 apresentaram ganhos em todos os nove anos analisados: Acesita, Aço Altona, Aços Villares, Arcelor, Caraíba Metais, Ferragens Haga, Gerdau, Gerdau Met., Hercules, Paranapanema, Rimet, Siderúrgica Nacional e Usiminas. Para essas empresas, os efeitos da inflação foram positivos, graças à sua estrutura de ativo e passivos monetários. Já as empresas CBC Cartucho, Ferbasa, Forjas Taurus, Metal Iguaçu, Metisa e Tekno apresentaram comportamento inverso perante a inflação: em todos os períodos em que publicaram demonstrações contábeis, entre 1996 e 2004, tiveram somente perda com a correção monetária. Somadas, essas 19 empresas que tiveram somente ganho ou somente perda com a CMB representam mais de 60% do setor.

O setor Têxtil, terceiro mais representativo deste estudo, teve exatamente a metade de suas observações apresentando ganho com a correção monetária e a outra metade perda inflacionária. Se olhada a composição desse setor, ou seja, analisado o comportamento de cada empresa após a CMB, será observado que, das 28 empresas têxteis, nove apresentaram somente perdas monetárias (Alpargatas, Coteminas, Dohler, Encorpar, Grendene, Guararapes, Karsten, Kuala e Marisol) e seis apresentaram somente ganhos (Buettner, F. Guimarães, Staroup, Tecelagens Blumenau, Teka e Wembley). Somadas essas empresas são a maioria do setor Têxtil e, a exemplo do que ocorreu com os outros dois maiores setores – Energia Elétrica e Siderurgia e Metalurgia –, as observações também estiveram bem polarizadas.

Para cinco setores de atividade econômica, a inflação pesou negativamente no decorrer dos últimos nove anos. As empresas dos setores de Eletroeletrônicos, Comércio, Máquinas Industriais, Minerais não Metálicos e Construção tiveram mais perda do que ganho monetário nos anos de 1996 a 2004. No setor de Eletroeletrônicos, as empresas Itautech, Trafo, Springer e Gradiente foram as que mais contribuíram para esse fato. Já no setor de Comércio, as companhias Dimed, Drogasil, Globex, Minasmaquinas e Sole Comex, devido à sua composição patrimonial, somente apresentaram perdas monetárias no período estudado. Os destaques positivos desse setor foram as empresas Natura, Pão de Açúcar e Submarino, que somente tiveram ganhos com a inflação.

No setor de Máquinas Industriais, um dos menores do estudo em número de empresas, apenas a empresa Embraco obteve êxito no panorama de inflação moderada dos últimos nove anos. Em todos os anos entre 1996 e 2004 a Embraco teve ganhos monetários. Porém, para as outras quatro empresas desse setor (Bardella, Inds. Romi, Nordon Met. e Weg), a depreciação do poder aquisitivo da moeda ocasionou perdas monetárias em praticamente todos os períodos analisados. Esse mesmo fenômeno pôde ser observado no setor de Minerais não Metálicos, onde apenas a empresa Portobello esteve protegida contra os efeitos inflacionários. Diferentemente das empresas Chiarelli, Eternit e Nadir Figueiredo, que apresentaram sucessivas perdas com a CMB.

Situação pior que essa só foi observada no setor de Construção. Nele, das treze empresas de capital aberto listadas na Bovespa, nove delas (Construtora Adolpho Linde, Construtora Beter, Gafisa, João Fortes, Lix da Cunha, Mendes Júnior, Rossi Residencial, Sergen e Spel Empreendimentos) apresentaram perda inflacionária em todos os exercícios analisados. A

empresa Cyrela Realt obteve ganho com a CMB em apenas um dos últimos nove anos, enquanto a companhia Cimob teve resultado positivo com a correção monetária em apenas dois anos. Somente as construtoras Azevedo e Sultepa conseguiram obter mais ganho com a inflação do que perda nos anos de 1996 a 2004, constituindo as exceções do setor que mais perdeu com as elevações generalizadas dos preços da economia brasileira.

Uma das constatações que pode ser feita para as empresas de uma maneira geral analisadas nesse estudo, é que o comportamento de cada companhia perante os efeitos inflacionários tende a ser homogêneo durante os anos de sua existência. Ou seja, se analisada cada organização individualmente, será observado que ela apresenta sucessivos ganhos (ou perdas) com a inflação, e esse comportamento dificilmente é alterado com o decorrer dos exercícios sociais. Prova disso é que, das 255 empresas da amostra deste trabalho, 117 (ou 45,9%) apresentaram somente ganhos com a correção monetária das demonstrações. Por outro lado, 40 empresas (ou 15,7%) tiveram unicamente perda inflacionária, não alterando seus resultados entre perda e ganho. Somadas, essas empresas representam mais 61% do total da amostra.

Essa constatação nos fornece uma importante evidência empírica de que a maior parte das empresas brasileiras possuíram, no período compreendido entre os anos de 1996 a 2004, uma estrutura patrimonial que lhes proporcionaram somente (unicamente) ganhos ou perdas com o processo inflacionário, sendo que a maioria das companhias obteve somente ganho monetário. Isso nos permite afirmar que a composição de ativos e passivos monetários da maioria das empresas brasileiras (61,6%) não se alterou no decorrer dos últimos nove anos.

As conseqüências dessa distorção na política de dividendos vão ser analisadas a partir de agora, porém, não é só a distribuição de resultados que a inflação (ou melhor, a desconsideração da inflação) afeta. Uma série de análises realizadas com base nas demonstrações contábeis devem ser revistas, entre elas as de rentabilidade do empreendimento, de estrutura de capital e do próprio valor da empresa. Porém o foco dessa pesquisa será a distribuição de lucros.

4.7 Informações sobre os Dividendos

As informações sobre o total de dividendos propostos e pagos para cada ano do estudo foram extraídas da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) de cada empresa, enviadas à Comissão de Valores Mobiliários e disponibilizadas no banco de dados do software Economática®.

A DOAR traz a informação do total dos dividendos distribuídos aos acionistas no grupo de aplicações de recursos, de uma forma agrupada. Se ao invés disso, fosse buscada a informação de quanto a empresa pagou em dividendos para cada tipo de ação (ordinária, preferencial classe A, classe B, ADR etc.) multiplicado pelo número médio de ações que a empresa manteve no período, teria-se a interferência de dividendos de anos anteriores que a empresa pagou em atraso no exercício corrente, que não é o objetivo dessa pesquisa.

A informação dos dividendos extraída da DOAR mostra o quanto cada empresa se propôs a distribuir e de lucro aos acionistas com base nos resultados daquele ano, sem a influência de dividendos de anos anteriores pagos em atraso. As tabelas do Apêndice C apresentam os dados relativos aos dividendos de cada uma das empresas da amostra, classificadas por setor de atividade econômica, nos anos de 1996 a 2004, que forneceram a base para as análises efetuadas a partir desse momento.

4.8 Comparação do Resultado da Correção Monetária de Balanço com os Dividendos

De posse das informações relativas à correção das demonstrações contábeis para as empresas da amostra e do total pago em dividendos aos acionistas em cada ano, será feito um estudo comparativo com o objetivo de verificar se existe uma relação entre essas duas variáveis. Para isso, será utilizado o conceito estatístico de correlação.

Para Triola (2005, p. 381), o estudo da correlação é usado para determinar se existe uma relação estatisticamente significativa entre duas variáveis e pode ser estudado por meio do coeficiente de correlação linear, que mede a direção e a intensidade da associação linear entre

dados amostrais emparelhados. A fórmula do coeficiente de correlação linear (r), também chamado de coeficiente de correlação de produto de momentos de Pearson, é a seguinte:

$$r = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \cdot \sqrt{n(\sum y^2) - (\sum y)^2}} \quad (11)$$

Onde: r = coeficiente de correlação linear;

n = número de pares de dados presentes;

Σ = soma dos itens indicados;

x = variáveis x ;

y = variáveis y .

Neste estudo, o resultado da correção monetária de balanço será tratado como a variável x e o valor dos dividendos como variável y . Vale ressaltar que a determinação das variáveis x e y não altera o resultado do coeficiente de correlação. De acordo com Triola (2005, p. 385), o valor de r deve sempre estar entre -1 e $+1$, inclusive. Se r estiver muito próximo de 0 , conclui-se que não há correlação linear significativa entre as variáveis em estudo, mas, se r estiver próximo de -1 ou $+1$, pode-se concluir que existe uma relação linear significativa entre x (resultado com a correção monetária das demonstrações) e y (dividendos pagos aos acionistas).

Vale ressaltar que se optou por relacionar os valores dos dividendos ao resultado com a inflação individualmente para cada empresa e não pela média do setor. Isso é aconselhado sob o ponto de vista estatístico porque as médias suprimem a variação individual de cada empresa e podem aumentar o coeficiente de correlação (Triola, *op. cit.*, p. 387). Além disso, foram utilizados os valores dos dividendos em moeda – e não um índice – porque a base de comparação com o resultado da correção monetária, os dividendos, também está expresso em Reais. Se fosse adotado um índice, tal como dividendos sobre lucro em comparação ao resultado com a CMB sobre o lucro, o resultado seria o mesmo, ou seja, o coeficiente de correlação não seria alterado.

4.9 Cálculo da Correlação entre RCMB e Dividendos

Como visto, as informações sobre o valor total de dividendos propostos e pagos para cada ano do estudo foram extraídas da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) de cada empresa e os Juros Sobre Capital Próprio foram considerados como dividendos. De posse das informações relativas à correção das demonstrações contábeis para as empresas da amostra e do total pago em dividendos aos acionistas em cada ano, foi feito um estudo de correlação, com o objetivo de verificar se existe uma relação entre essas duas variáveis.

Para isso, os valores do resultado da correção monetária das empresas (Apêndice B) e dos dividendos distribuídos (Apêndice C) foram então emparelhados no Microsoft Excel ® e calculados os coeficientes de correlação. A tabela 10 mostra o resultado da correlação entre as variáveis Resultado da Correção Monetário de Balanço (RCMB) e o total pago em dividendos entre as empresas de cada grupo e resumidas por setor.

Tabela 10 – Correlação entre o RCMB e os dividendos¹⁵.

Sector Econômico	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	-	-	-	(1,000)	-	-	(0,699)	-	(0,909)
Alimentos e Bebidas	0,980	0,918	0,905	0,016	0,972	0,951	0,934	0,961	0,988
Comércio	0,225	0,339	0,427	0,028	0,952	0,856	0,473	0,515	0,371
Construção	0,218	(0,224)	0,208	0,169	0,078	0,010	(0,033)	(0,094)	(0,111)
Eletroeletrônicos	0,551	0,207	0,347	0,164	0,058	0,223	0,556	0,819	0,475
Energia Elétrica	0,365	0,913	0,677	0,735	0,017	0,827	0,683	0,244	0,218
Minerais não Metálicos	(1,000)	(0,955)	(0,876)	0,697	(0,493)	(0,492)	(0,346)	(0,524)	(0,676)
Mineração	0,967	0,984	0,993	0,985	0,994	0,996	0,999	0,999	0,999
Máquinas Industriais	(0,327)	0,223	0,650	0,278	0,293	0,886	0,526	(0,104)	(0,265)
Papel e Celulose	(0,106)	0,245	0,145	0,132	0,075	0,488	0,554	0,933	0,921
Petróleo e Gás	(0,985)	(0,956)	0,566	0,994	0,996	0,994	0,997	0,999	0,999
Química	(0,359)	(0,296)	(0,852)	(0,767)	(0,391)	(0,275)	0,092	(0,084)	0,288
Siderurgia e Metalurgia	0,649	0,763	0,762	0,806	0,596	0,606	0,790	0,862	0,967
Software e Dados	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Telecomunicações	0,981	0,998	0,779	0,476	0,732	0,212	0,337	0,958	0,981
Têxtil	0,064	0,343	0,021	0,144	(0,028)	(0,030)	0,098	0,012	(0,327)
Transporte e Serviço	-	0,681	-	-	-	(0,316)	0,135	(0,124)	(0,148)
Veículos e Peças	(0,287)	(0,294)	0,251	0,295	(0,232)	(0,311)	(0,510)	(0,642)	(0,594)
Correlação Geral	0,285	0,803	0,442	0,475	0,408	0,217	0,452	0,934	0,951

O setor de Agro e Pesca é composto de apenas três empresas e ocorreram apenas quatro pagamentos de dividendos em todos os anos. Dessa forma, o resultado da correlação entre

¹⁵ Os traços representam períodos onde não houve pagamento de dividendos por nenhuma empresa do setor.

CMB e dividendos para esse setor o setor deve ser olhado com muita cautela, pois o número de observações foi extremamente pequeno. O mesmo aconteceu com o setor de Software e Dados, composto de uma única empresa, com demonstrações publicadas em apenas três anos. Nenhuma empresa do setor de Transporte e Serviços pagaram dividendos nos anos de 1996, 1998, 1999 e 2000.

Para os outros setores, o número de observações fornece maior validade para os resultados da correlação. O setor de Alimentos e Bebidas foi constituído de dezenove companhias, das quais doze pagaram dividendos com certa regularidade. Esse setor obteve altos índices de correlação positiva. Com exceção do ano de 1999, em todos os outros a correlação foi maior que 0,9 e podem ser validados graças ao grande número de observações (159).

Correlação positiva, neste estudo, significa dizer que empresas com altos valores de ganho inflacionário também foram as que pagaram maiores valores de dividendos e companhias com perdas inflacionárias foram as que menos distribuíram dividendos.

A maioria das observações desse estudo apresentou correlação positiva. Porém, alguns setores se destacaram por ter forte correlação na maioria dos anos do estudo. São eles os setores de Alimentos e Bebidas, Energia Elétrica, Mineração, Siderurgia e Metalurgia e Telecomunicações. Uma observação interessante é que esses cinco setores que apresentaram mais forte correlação positiva, todos tiveram mais de 60% de suas empresas observações apresentando ganho monetário. Isso parece ser um indício de que os setores que menos sofreram com a corrosão do poder aquisitivo da moeda, também foram aqueles que mais tiveram condições de distribuir lucros na forma de dividendos.

Os setores de Papel e Celulose e Petróleo e Gás apresentavam correlação negativa entre resultado inflacionário e distribuição de lucros nos primeiros anos do estudo, mas inverteram o sinal da correlação e aumentou esse valor no decorrer do período analisado. A correlação no ano de 2004 foi de 0,921 e 0,999 para esses dois setores respectivamente. O setor de Papel e Celulose teve 100% de todas as suas observações apresentando ganho com a CMB enquanto o setor petrolífero obteve 85% de resultado positivo com a inflação.

Tabela 1 - Resultado da Correção Monetária de Balanços consolidado por Setor (em milhares de reais)

Total do Setor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	(686,69)	148,78	29,28	3.793,90	4.973,60	6.354,71	14.629,82	4.429,01	4.702,44
Alimentos e Bebidas	118.131,98	147.815,05	48.212,53	958.533,09	328.122,62	353.184,83	816.914,65	386.959,15	1.171.087,45
Comércio	(25.521,84)	(1.541,85)	11.394,50	32.634,47	88.199,90	67.670,20	344.478,31	92.261,41	231.808,67
Construção	(63.030,21)	(74.004,05)	(18.253,29)	(215.486,60)	(107.064,71)	(132.276,04)	(360.260,92)	(107.152,98)	(203.478,20)
Eletroeletrônicos	33.372,66	(930,44)	2.348,29	119.620,56	38.890,71	(22.894,87)	169.395,06	34.903,94	62.043,86
Energia Elétrica	2.139.159,35	2.794.142,63	1.040.182,40	11.636.052,86	6.394.427,97	8.006.900,82	21.312.359,49	6.618.967,16	9.850.291,08
Minerais não Metálicos	(5.891,71)	(2.206,38)	(313,72)	15.221,99	4.576,31	4.880,93	16.146,02	3.932,18	6.714,56
Mineração	300.559,79	230.120,40	67.907,95	849.959,61	777.385,29	920.844,81	2.485.374,59	1.196.296,52	2.183.434,45
Máquinas Industriais	(10.348,46)	(8.478,28)	(524,53)	(18.248,47)	(14.131,89)	(6.646,74)	49.291,10	(1.363,94)	(15.050,90)
Papel e Celulose	359.810,98	200.288,37	47.174,80	567.030,94	390.378,69	731.140,49	2.120.417,96	750.965,41	1.023.988,76
Petróleo e Gás	(366.419,05)	(180.988,70)	49.252,39	2.461.491,64	1.450.493,79	1.465.785,88	5.201.627,77	3.071.219,70	4.798.898,98
Química	(80.826,91)	6.990,88	10.622,06	(23.210,39)	(61.871,81)	453.365,64	2.096.760,15	695.148,22	1.104.530,87
Siderurgia e Metalurgia	801.762,82	807.237,56	212.629,40	4.042.063,76	1.999.968,52	2.593.592,35	7.314.617,92	2.257.826,52	3.777.361,82
Software e Dados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(20.633,60)	23.887,71	48.702,19
Telecomunicações	460.747,12	344.514,96	315.428,17	15.569.837,99	10.442.236,63	13.820.920,98	27.677.069,14	10.627.633,06	16.328.167,04
Têxtil	81.916,56	(108,01)	(658,37)	61.874,45	67.467,51	38.728,98	165.255,03	42.310,39	64.472,89
Transportes e Serviços	276.415,15	219.777,29	55.809,41	1.544.538,74	815.894,79	883.145,74	2.402.107,29	972.653,93	1.625.561,68
Veículos e Peças	65.566,48	103.200,21	20.496,23	284.868,29	135.439,72	152.593,17	353.310,60	131.847,52	253.271,49

Já os setores que apresentaram a maioria de suas empresas com perdas monetárias – Eletroeletrônicos, Comércio, Máquinas Industriais, Minerais não Metálicos e Construção – foram os que apresentaram as menores correlações positivas e a maioria das correlações negativas. Se comparados os resultados da tabela 10 com o gráfico 4, será observado que, à medida que os setores com maiores perdas inflacionárias, mais a correlação entre RCMB e dividendos diminui ou torna-se negativa, corroborando o indício que de perda com o processo inflacionário, se não considerada, diminui a capacidade de a empresa pagar dividendo.

Agora, se considerado que cada setor é formado pela soma das empresas que o compõem, podem-se consolidar as demonstrações contábeis de todas as empresas do setor, ou seja, construir um Balanço Patrimonial, uma DRE e assim por diante, para cada setor de atividade econômica brasileira. Esse Balanço consolidado seria, por sua vez, corrigido monetariamente e comparado com o total de dividendos (em reais) do setor. Isso foi feito para cada ano do estudo e o resultado está expresso na tabela 11.

A tabela 11 permite visualizar, de uma maneira mais sintetizada, o resultado da correção monetária das demonstrações contábeis para os dezoito setores de atividade econômica brasileira. Diferentemente do que poderia se imaginar, a estrutura patrimonial de grande parte das empresas brasileiras permite que elas obtenham ganho com o processo inflacionário, fazendo com que os balanços consolidados de oito setores econômicos apresentassem somente ganhos monetários em todos os anos do estudo. Apenas nos setores de Construção e Máquinas Industriais observa-se predominância de períodos negativos.

Se comparado o RCMB total dos dezoito setores no decorrer dos nove anos do estudo com os índices de inflação apurados conforme o IGP-DI, por meio de gráfico 5, vê-se que eles seguiram um comportamento similar. Isso não necessariamente deveria ocorrer, ou seja, altas taxas de inflação não implicam obrigatoriamente altos ganhos monetários e, ao mesmo tempo, quedas inflacionárias determinam redução do ganho monetário. Isso é uma relação particular observada na realidade das empresas brasileiras a partir de dados empíricos.

Uma outra importante constatação que se pode fazer com auxílio do gráfico, é que a relação entre as duas variáveis era mais próxima nos primeiros anos do estudo e, com o decorrer do tempo, foram se afastando. Isso significa que, cada vez mais os aumentos nos índices de inflação tendem a provocar um aumento no resultado com a correção monetária de balanços.

Gráfico 5 – Comportamento do RCMB em relação à inflação.

Da mesma forma que foi consolidado o resultado com a correção monetária para os setores, agrupou-se o total de dividendos pagos em cada ano. A tabela 12 mostra o total de lucros que cada um dos setores da economia brasileira distribuiu aos seus acionistas. Mais uma vez deve-se ressaltar que se optou por considerar os valores totais em Reais e, assim, o número de empresas de cada setor afeta diretamente a grandeza dos dividendos. Por isso, todas as análises de correlação são realizadas entre as empresas do mesmo setor e não entre os setores diferentes.

Os dados da tabela mostram que os setores distribuíram os maiores volumes de dividendos foram os de Telecomunicações (57,2 bilhões de Reais), Petróleo e Gás (23,9 bi), Energia Elétrica (20,5 bi) e Siderurgia e Metalurgia (16,06 bi). Desconsiderando os setores de Agro e Pesca e Software e Dados, pelo inexpressivo número de observações, os setores que menos pagaram dividendos foram os de Construção (193 milhões de Reais), Minerais não Metálicos (456 milhões) Transportes e Serviços (519 milhões) e Eletroeletrônicos (927 milhões).

Tabela 2 – Total dos Dividendos Distribuídos Consolidados por Setor (em milhares de reais)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	0,00	0,00	0,00	113,00	0,00	0,00	159,00	0,00	1.596,00
Alimentos e Bebidas	116.906,00	197.060,00	237.783,00	68.233,00	247.061,00	526.480,00	602.624,00	1.281.141,00	1.688.654,00
Comércio	77.644,00	68.638,00	116.711,00	58.814,00	220.120,00	94.922,00	173.186,00	190.340,00	427.503,00
Construção	3.990,00	5.907,00	15.876,00	16.014,00	44.423,00	36.964,00	17.041,00	8.878,00	43.915,00
Eletroeletrônicos	105.932,00	59.574,00	72.167,00	31.888,00	214.594,00	197.760,00	144.501,00	75.163,00	26.128,00
Energia Elétrica	1.321.572,00	2.768.226,00	1.963.087,00	1.692.186,00	1.530.579,00	3.557.748,00	1.365.307,00	2.414.768,00	3.850.297,00
Minerais não Metálicos	9.757,00	20.948,00	49.363,00	144.959,00	72.721,00	40.792,00	54.158,00	27.673,00	35.885,00
Mineração	275.068,00	541.933,00	758.378,00	896.589,00	1.300.553,00	1.819.701,00	1.078.082,00	2.305.255,00	3.638.977,00
Máquinas Industriais	34.258,00	52.574,00	68.739,00	59.945,00	92.199,00	239.922,00	186.563,00	171.589,00	214.461,00
Papel e Celulose	71.818,00	47.448,00	48.661,00	213.933,00	383.755,00	420.463,00	444.077,00	1.157.848,00	1.057.709,00
Petróleo e Gás	463.475,00	560.693,00	839.842,00	994.377,00	2.724.406,00	4.009.476,00	2.874.788,00	5.826.425,00	5.581.720,00
Química	352.678,00	480.769,00	1.134.952,00	898.837,00	855.831,00	4.641.883,00	697.888,00	683.647,00	1.926.426,00
Siderurgia e Metalurgia	364.323,00	566.708,00	590.359,00	608.294,00	2.548.897,00	1.586.848,00	1.201.249,00	2.688.642,00	5.904.123,00
Software e Dados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Telecomunicações	351.909,00	539.018,00	1.770.071,00	2.664.350,00	3.562.026,00	3.746.939,00	4.726.653,00	18.368.107,00	21.523.436,00
Têxtil	59.570,00	60.433,00	48.960,00	101.893,00	93.494,00	100.628,00	181.129,00	174.825,00	360.358,00
Transportes e Serviços	0,00	14.464,00	0,00	0,00	0,00	488,00	29.614,00	87.325,00	387.334,00
Veículos e Peças	7.972,00	31.246,00	125.020,00	148.007,00	339.475,00	503.686,00	445.730,00	345.863,00	879.820,00

Como essa classificação é influenciada pelo tamanho do setor, procedeu-se mais uma vez com o estudo da correlação entre os resultados da correção monetária dos setores e o volume total de dividendos pagos. Porém, ao invés de utilizarem-se os valores unitários de cada empresa, utilizaram-se os Balanços consolidados por setor, de forma que foram correlacionados os valores das tabelas 11 (Resultado com CMB) e 12 (total de dividendos pagos) para cada um dos anos do estudo. Os resultados do coeficiente de correlação (r) estão expressos na tabela 13.

Tabela 11 – Correlação entre o RCMB e Dividendos Consolidado

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Coeficiente de correlação (r)	0,815	0,936	0,774	0,909	0,764	0,599	0,821	0,895	0,918

Como se pode observar na tabela 13, as variáveis Resultado com Correção Monetária de Balanço (RCMB) e valor pago em dividendos tiveram alta correlação positiva nos anos de 1996 a 2004. Porém, para se afirmar que essa correlação foi estatisticamente significativa, será realizado um teste de hipótese formal. A metodologia foi extraída de Triola (2005, p. 387). A hipótese nula (H_0) é de que a correlação (ρ) entre as duas variáveis é zero, ou seja, não existe correlação significativa entre o RCMB e o volume de dividendos pagos por setor. A hipótese alternativa (H_1) é de que existe correlação linear significante entre as duas variáveis.

$$H_0 : \rho = 0 \text{ (Não há correlação linear)}$$

$$H_1 : \rho \neq 0 \text{ (Há uma correlação linear)}$$

A estatística de teste (t) é a seguinte:

$$t = \frac{r}{\sqrt{\frac{1-r^2}{n-2}}} \quad (12)$$

Onde: t = Valor da estatística de teste

r = Coeficiente de Correlação

n = Número de observações da amostra

Essa hipótese estabelecerá uma relação de associação entre variáveis – ganho monetário e distribuição de dividendos. Para Gil (1991, p. 36), esse tipo de hipótese apenas afirma a existência de relação entre as variáveis, podendo até indicar a força ou o sentido desta relação, mas nada estabelecem em termos de causalidade, dependência ou influência.

Aplicando a estatística de teste nos coeficientes de correlação da tabela 13, obtêm-se os resultados mostrados na Tabela 14. Os valores críticos de t foram determinados para $n - 2$ graus de liberdade, a partir da distribuição t de Student com área em duas caudas e intervalo de confiança de 99% ($\alpha = 0,01$). Para todos os anos, o valor de t muda em função do número de setores que pagaram dividendos. No ano de 1996, por exemplo, três setores econômicos – Agro e Pesca, Software e Dados e Transportes e Serviços – não procederam ao pagamento de dividendos aos seus acionistas, alterando o valor de n da expressão 11 e, conseqüentemente, o valor crítico de t .

Tabela 12 – Resultado do Teste de Hipóteses para Correlação Linear.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Coeficiente de correlação (r)	0,815	0,936	0,774	0,909	0,764	0,599	0,821	0,895	0,918
Estatística de teste (t)	5,619	10,650	4,896	8,696	4,730	2,988	5,760	8,015	9,259
Valores críticos de t	3,012	2,977	3,012	2,977	3,012	2,977	2,947	2,977	2,947
Setores com dividendos	15	16	15	16	15	16	17	16	17
Numero de observações	154	193	232	238	239	244	248	250	252
Resultado do teste	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0	Rejeita H_0

A tabela 14 mostra que o valor da estatística de teste excede os valores críticos de t para todos os anos do estudo, ou seja, a estatística de teste cai dentro da região crítica em todos os anos de 1996 a 2004. Isso faz com que se rejeite a hipótese nula de que a correlação entre as variáveis é igual a zero. Como H_0 é rejeitada, existem evidências suficientes para apoiar a afirmativa de que há uma correlação linear positiva entre o Resultado da Correção Monetária de Balanços e o total de dividendos distribuídos aos acionistas para as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 1996 a 2004.

4.10 Índice de *Dividend Payout Ratio*

Uma vez verificada que existe uma correlação linear positiva entre o volume pago em dividendos e o Resultado da Correção Monetária de Balanços das empresas de capital aberto da amostra deste estudo e, após verificado que o lucro líquido das empresas altera-se consideravelmente quando considerado os efeitos da inflação sobre as demonstrações contábeis, será verificado agora como se comportaria o índice de pagamento de dividendos caso a legislação brasileira obrigasse a consideração dos efeitos inflacionários na apuração do lucro contábil.

O índice de pagamentos de dividendos, também conhecido como *dividend payout ratio*, pode ser enunciado de acordo com a expressão 13, extraída de Martins e Assaf Neto (1986, p. 520).

$$\text{Índice de Pagamento de Dividendos (payout)} = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (13)$$

Segundo Damodaran (2004, p. 539) o índice de pagamento de dividendos é usado em vários cenários diferentes. No processo de avaliação ele é usado como uma forma de estimar os dividendos em períodos futuros, visto que a maioria dos analistas estimam o crescimento dos lucros ao invés dos dividendos, e também como forma de estimar o crescimento do próprio lucro futuro, com base no índice de retenção de lucros ($1 - \text{índice de pagamentos de dividendos}$). Devido à importância desse indicador financeiro na avaliação de empresas, consideramos importante mostrar como a consideração da inflação pode alterar esse índice.

Para isso, foi calculado o índice de pagamento de dividendos antes e depois da Correção Monetária de Balanço e, como a maioria das empresas obtiveram ganhos inflacionários – aumentando assim os seus lucros – é de se esperar que o *dividend payout ratio* fosse diminuído, graças ao aumento do denominador da expressão acima. Isso foi o que realmente aconteceu, como resumido na tabela 15.

Tabela 13 – Comportamento do *dividend payout ratio* (DPR) após Correção Monetária dos Balanços.

Setor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Total	
Agro e Pesca	1	1	2	2	2	3	3	3	3	20	Total empresas
	0	0	0	1	0	0	1	0	1	3	Aumentaram o DPR
	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	Diminuíram o DPR
	1	1	2	1	2	3	2	3	1	16	Não distribuíram dividendos
Alimentos e Bebidas	14	18	19	19	18	18	17	18	18	159	Total empresas
	3	4	3	4	4	3	3	3	3	30	Aumentaram o DPR
	6	5	7	3	6	7	4	6	7	51	Diminuíram o DPR
	5	9	9	12	8	8	10	9	8	78	Não distribuíram dividendos
Comércio	6	13	13	13	13	13	13	13	15	112	Total empresas
	4	6	7	3	3	6	1	4	5	39	Aumentaram o DPR
	1	2	2	5	4	1	5	4	3	27	Diminuíram o DPR
	1	5	4	5	6	6	7	5	7	46	Não distribuíram dividendos
Construção	7	11	13	13	13	13	13	13	13	109	Total empresas
	2	2	3	3	1	5	1	2	1	20	Aumentaram o DPR
	1	1	3	3	4	3	4	3	2	24	Diminuíram o DPR
	4	8	7	7	8	5	8	8	10	65	Não distribuíram dividendos
Eletroneletrônicos	6	7	7	7	7	7	7	7	7	62	Total empresas
	1	3	2	2	2	3	2	2	0	17	Aumentaram o DPR
	3	1	3	2	4	2	3	3	3	24	Diminuíram o DPR
	2	3	2	3	1	2	2	2	4	21	Não distribuíram dividendos
Energia Elétrica	18	22	31	33	33	35	36	36	36	280	Total empresas
	4	2	1	7	2	6	7	4	3	36	Aumentaram o DPR
	7	13	16	13	16	17	8	15	18	123	Diminuíram o DPR
	7	7	14	13	15	12	21	17	15	121	Não distribuíram dividendos
Minerais não Metálicos	2	3	4	4	4	4	4	4	4	33	Total empresas
	1	2	2	1	2	2	2	2	2	16	Aumentaram o DPR
	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	Diminuíram o DPR
	1	1	2	2	2	2	2	2	2	16	Não distribuíram dividendos
Mineração	3	3	3	3	3	3	3	3	3	27	Total empresas
	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9	Aumentaram o DPR
	1	2	2	2	2	2	2	2	2	17	Diminuíram o DPR
	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Não distribuíram dividendos
Máquinas Industriais	5	5	5	5	5	5	5	5	5	45	Total empresas
	2	3	1	1	3	2	1	2	2	17	Aumentaram o DPR
	2	1	2	2	1	2	3	2	2	17	Diminuíram o DPR
	1	1	2	2	1	1	1	1	1	11	Não distribuíram dividendos
Papel e Celulose	7	7	7	7	8	8	8	8	8	68	Total empresas
	0	1	0	1	0	0	0	0	0	2	Aumentaram o DPR
	4	3	3	5	6	5	4	6	6	42	Diminuíram o DPR
	3	3	4	1	2	3	4	2	2	24	Não distribuíram dividendos
Petróleo e Gás	6	8	8	8	8	8	8	8	8	70	Total empresas
	2	2	0	0	1	2	1	1	1	10	Aumentaram o DPR
	2	4	5	5	6	5	3	5	7	42	Diminuíram o DPR
	2	2	3	3	1	1	4	2	0	18	Não distribuíram dividendos
Química	16	17	18	18	18	19	19	19	18	162	Total empresas
	4	2	4	4	3	5	5	4	4	35	Aumentaram o DPR
	8	8	8	10	12	8	10	13	13	90	Diminuíram o DPR
	4	7	6	4	3	6	4	2	1	37	Não distribuíram dividendos

Tabela 14 –Comportamento do *dividend payout ratio* (DPR) após Correção Monetária dos Balanços.
(continuação)

Setor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Total	
Siderurgia e Metalurgia	23	30	31	31	31	31	31	31	31	270	Total empresas
	4	9	8	7	8	10	10	10	9	75	Aumentaram o DPR
	7	10	9	8	11	11	8	9	10	83	Diminuíram o DPR
	12	11	14	16	12	10	13	12	12	112	Não distribuíram dividendos
Software e Dados	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3	Total empresas
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Aumentaram o DPR
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Diminuíram o DPR
	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3	Não distribuíram dividendos
Telecomunicações	3	4	19	22	22	23	24	24	24	165	Total empresas
	0	0	1	2	4	3	6	8	8	32	Aumentaram o DPR
	3	3	11	12	11	11	9	10	8	78	Diminuíram o DPR
	0	1	7	8	7	9	9	6	8	55	Não distribuíram dividendos
Têxtil	21	23	27	27	27	27	27	28	28	235	Total empresas
	7	10	10	5	5	7	4	6	8	62	Aumentaram o DPR
	4	2	3	8	7	5	5	3	4	41	Diminuíram o DPR
	10	11	14	14	15	15	18	19	16	132	Não distribuíram dividendos
Transportes e Serviços	2	4	7	8	9	9	11	11	12	73	Total empresas
	0	0	0	0	0	0	1	1	1	3	Aumentaram o DPR
	0	1	0	0	0	1	0	2	5	9	Diminuíram o DPR
	2	3	7	8	9	8	10	8	6	61	Não distribuíram dividendos
Veículos e Peças	14	17	18	18	18	18	18	18	18	157	Total empresas
	2	4	3	3	6	5	3	3	3	32	Aumentaram o DPR
	2	4	4	5	3	4	5	7	7	41	Diminuíram o DPR
	10	9	11	10	9	9	10	8	8	84	Não distribuíram dividendos
TOTAL	154	193	232	238	239	244	248	250	252	2050	Total empresas
	37	51	46	45	45	60	49	53	52	438	Aumentaram o DPR
	51	60	78	84	93	84	73	90	98	711	Diminuíram o DPR
	66	82	108	109	101	100	126	107	102	901	Não distribuíram dividendos

Como mostra a tabela 15, o setor que teve o maior número de observações em que o índice de distribuição de dividendos aumentaria após a CMB é o de Siderurgia e Metalurgia, com 75 observações no decorrer dos anos deste estudo, seguido do setor têxtil com 62 observações. Isso se deve ao fato de esses dois setores serem os que mais apresentaram empresas com perdas na correção monetária das demonstrações.

De outro lado, os setores que mais apresentaram observações de reduções do *dividend payout ratio* foram justamente aqueles que tiveram o maior número de empresas com ganhos na CMB, ou seja, os setores de Energia Elétrica (123 observações), Siderurgia e Metalurgia (83 observações) e Telecomunicações (78 observações).

No geral, considerando todas as empresas da amostra, os resultados confirmam a hipótese de que a maioria das companhias brasileiras teriam o *dividend payout* diminuído, caso fossem corrigidas as demonstrações contábeis, sendo 438 observações com aumentos e 711 observações com diminuições do índice de distribuição de dividendos.

CONCLUSÕES

O fornecimento de informações relevantes para a tomada de decisão do usuário, é um dos principais objetivos da Contabilidade. Ao desobrigar as empresas brasileiras de capital aberto a divulgarem demonstrações contábeis corrigidas pelos efeitos inflacionários, a Lei 9.249/95, interferiu na apuração do resultado dessas organizações. Principalmente porque a inflação acumulada de janeiro de 1996 a dezembro de 2004 atingiu 165,31% de acordo com o IGP-DI e isso não poderia deixar de ser evidenciado pela Contabilidade.

O objetivo dessa pesquisa foi analisar se a consideração dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis das companhias brasileiras de capital aberto, após a extinção da Correção Monetária de Balanços, seria capaz de alterar significativamente o lucro apurado pelas empresas de acordo com a legislação societária e, ainda, verificar a existência de uma correlação entre o resultado da correção monetária e os totais de dividendos distribuídos aos acionistas.

Os dividendos são importantes porque transferem recursos da empresa para os acionistas, atraem para o mercado de capitais investidores que têm preferência por recebê-los, servem de parâmetro para analistas de mercado avaliarem a empresa e afetam os recursos financeiros disponíveis para a empresa reinvestir nas suas atividades ou pagar empréstimos adquiridos junto a terceiros. Como o lucro contábil é a base pela qual muitas empresas calculam o percentual de dividendos a ser pago aos acionistas, alterações nessa base têm o poder de afetar as decisões sobre dividendos.

Tanto o Teste paramétrico de Diferença de Médias para Observações Emparelhadas quanto o Teste não paramétrico de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados mostraram que, para um nível de significância de 1% e intervalo de confiança de 99%, existem evidências empíricas suficientes para apoiar a afirmativa de que o lucro líquido das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto altera-se consideravelmente quando considerado os efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis.

Essas evidências estão de acordo com as conclusões de Salotti (2002), que analisou doze indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade aplicados em empresas reais e afirmou que o fim da Correção Monetária Integral em 1996 trouxe consequências danosas ao analista econômico-financeiro. Também estão de acordo com as de Lima *et al.* (2004), que analisaram três indicadores de liquidez, rentabilidade e estrutura de capital.

Os resultados deste trabalho corroboram ainda as conclusões de Gabriel *et al* (2003), que examinaram o impacto do fim da CMB sobre o ROE das 50 maiores Instituições Financeiras brasileiras no período de 1996 a 2001 e afirmaram que o ROE ajustado pela inflação foi menor que o ROE baseado no resultado nominal do período. Os autores concluíram que a inflação distorce significativamente esse indicador, quando extraído das demonstrações contábeis não corrigidas.

No entanto, apesar de distorcer consideravelmente o valor do lucro das empresas deste estudo, os efeitos inflacionários causaram, para a maioria das companhias da amostra, ganhos com a correção monetária das demonstrações contábeis, graças à estrutura patrimonial dessas organizações, em que os passivos monetários excederam o valor dos ativos monetários. Destaque para o setor de Papel e Celulose, onde todas as empresas apresentaram somente ganhos com a CMB em todos os anos estudados. Além disso, a maioria das empresas de dez dos dezoito setores econômicos analisados, apresentaram lucro no exercício pela legislação societária e que também obtiveram ganho com a correção monetária das demonstrações no período estudado, o que tornaria o resultado do período ainda maior caso não fosse extinta a CMB.

Outra constatação deste estudo foi a de que as empresas brasileiras mantiveram praticamente inalteradas o seu Resultado com Correção Monetária de Balanços no decorrer dos anos, mostrando que elas geralmente não alteram drasticamente sua estrutura de ativos e passivos monetários. Se analisada cada organização individualmente, será notado que a maioria delas apresentam sucessivos ganhos (ou perdas) com a inflação. Prova disso é que, das 255 empresas da amostragem deste trabalho, 117 (ou 45,9%) apresentaram somente ganhos com a correção monetária das demonstrações enquanto 40 empresas (ou 15,7%) tiveram unicamente perda inflacionária, não alterando seus resultados entre perda e ganho. Somadas, essas empresas representam mais 61% do total da amostra.

Por sua vez, a distribuição de dividendos aos acionistas pode ter sido influenciada, uma vez que alterações nos montantes de lucros (ou prejuízos) apurado pelas empresas teriam efeito direto sob os índices de *payout*. Isso porque a grande maioria das empresas distribui seus resultados com base nos números apurados pela contabilidade societária, que não consideram o poder da corrosão da moeda sobre o patrimônio das companhias. Isso foi comprovado com o cálculo do *dividend payout ratio* antes e após a CMB, que se mostrou menor para a maioria das empresas do estudo, com destaque para o setor de Energia Elétrica, Siderurgia e Metalurgia e Telecomunicações.

Apesar de a maioria das empresas brasileiras terem apresentado lucros apurados conforme a Legislação Societária e ainda ganhos com a CMB, uma parte considerável delas inverteria seus resultados, passando de lucro para prejuízo ou vice-versa, caso tivessem levado em consideração a inflação. Os gestores dessas companhias devem atentar ainda mais para a decisão sobre dividendos, sob pena de causarem a descapitalização da organização. Isso é válido principalmente para os setores de Construção, Comércio, Têxtil e de Máquinas Industriais, que foram os que mais apresentaram empresas apurando lucro de acordo com a legislação societária, enquanto que a consideração dos efeitos inflacionários seria capaz de transformar o lucro dessas empresas em prejuízo.

As empresas que apresentaram lucro contábil apurado conforme determina a Legislação Societária e, após terem suas demonstrações corrigidas, apresentaram prejuízo, deveriam ter atenção maior ao retirarem dinheiro do caixa para entregarem aos seus acionistas sob a forma de dividendos. Esses recursos monetários imprescindíveis para investimentos capital de giro, imobilizado ou mesmo expansão da capacidade produtiva, podem ter de ser captados novamente no mercado a um preço mais alto. Por outro lado, as empresas que apresentaram prejuízo de acordo com a contabilidade societária, mas após a Correção Monetária de Balanço tornaram-se lucrativas, apesar de não correrem o risco promoverem uma descapitalização, podem ter distribuído dividendos em menor valor para os seus acionistas, ou mesmo não terem distribuído nenhum dividendo.

Verificou-se ainda que, quanto maior a alta generalizada dos preços da economia, maior o número de empresas que passa a ter seus resultados societários invertidos. Ou seja, o comportamento dos grupos de empresas que tiveram os seus resultados invertidos a partir da correção das demonstrações contábeis acompanhou a evolução do índice de inflação no Brasil

de 1996 a 2004. Isso nos permite concluir que, quanto mais elevada a inflação na economia, maior o seu poder de distorção dos resultados apurados pela Contabilidade e, com isso, aumenta a chance de decisões equivocadas com base no lucro nominal, inclusive com relação aos dividendos.

Como a maioria das empresas brasileiras deste estudo não alterou a sua estrutura patrimonial ao longo dos últimos nove anos a tal ponto de ser capaz de inverter o seu resultado perante os efeitos inflacionários, a incidência da inflação no decorrer dos anos sobre uma estrutura patrimonial que gera perda inflacionária, pode ter levado a decisões equivocadas sobre a política de dividendos.

Já a correlação entre o resultado da correção monetária de balanço e o valor dos dividendos distribuídos pelas 255 empresas da amostra agrupadas em 18 setores de atividade econômica diferentes, foi estudada a partir do coeficiente de correlação de produto de momentos de Pearson. O resultado do teste de hipóteses permitiu afirmar que há uma forte correlação linear positiva entre o Resultado da Correção Monetária de Balanços e o total de dividendos distribuídos aos acionistas para as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 1996 a 2004. Em outras palavras, as empresas que possuem uma estrutura patrimonial em que o ativo monetário não supera o valor do passivo monetário, foram aquelas que mais pagaram dividendos.

Essa constatação também pode ser verificada de outra forma. Os setores em que a maioria das empresas sofreu perdas monetárias foram também os que pagaram menores volumes de dividendos aos seus acionistas. Por meio de um teste de hipóteses, verificou-se que a correlação entre o pagamento de dividendos e o resultado com a CMB mostrou-se estatisticamente significativa para todos os anos do estudo, apontando que as empresas mais expostas aos efeitos inflacionários foram aquelas que menos distribuíram lucros sob a forma de dividendos.

Como visto, o fato de uma empresa apresentar um lucro apurado conforme a Legislação Societária maior que realmente seria caso fosse considerada a inflação do período, tem impactos em uma série de indicadores contábeis e financeiros da organização. Porém, como as companhias geralmente calculam os dividendos com base no lucro contábil, qualquer alteração nesse valor pode distorcer fortemente o volume de recursos retornados aos

acionistas. Por isso, os gestores devem atentar para dois riscos: o de distribuir menos recursos aos acionistas, impactando a riqueza destes, ou descapitalizar a empresa, comprometendo a continuidade desta. Principalmente porque a legislação brasileira exige, de um lado, o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório – caso o estatuto seja omissivo a esse respeito – e, de outro, não obriga a consideração dos efeitos inflacionários na apuração do lucro empresarial.

Uma importante constatação dos resultados empíricos foi de que os setores que se destacaram por ter forte correlação positiva na maioria dos anos do estudo (Alimentos e Bebidas, Energia Elétrica, Mineração, Siderurgia e Metalurgia e Telecomunicações) foram os que tiveram mais de 60% de suas empresas observadas apresentando ganho monetário. Isso fornece indícios de que os setores que menos sofreram com a corrosão do poder aquisitivo da moeda, também foram aqueles que mais tiveram condições de distribuir lucros na forma de dividendos.

Pretende-se que esse trabalho encoraje os gestores empresariais a realizar uma análise mais precisa do impacto da inflação na correta apuração do lucro e, com base na estrutura patrimonial da empresa e na sua capacidade financeira, auxiliar a decisão de distribuição de dividendos com vistas a não prejudicar a continuidade do empreendimento.

Como sugestão de trabalho que poderia ser desenvolvido nessa mesma linha de pesquisa, tem-se o estudo mais aprofundado do lucro passível de distribuição, seja dentro dos enfoques contábeis de manutenção do capital financeiro, monetário e físico seja pela abordagem do fluxo de caixa livre do acionista. Porém, de acordo com a abordagem utilizada, esse estudo poderia ser de caráter qualitativo, devido à dificuldade de se obterem uma série de dados necessários para o ajuste do lucro, entre eles, o custo de reposição dos ativos e das mercadorias das empresas.

REFERÊNCIAS

ABREU, Ari Ferreira de. **Um Estudo sobre a Estrutura de Capital e a Política de Dividendos Considerando a Tributação Brasileira**. São Paulo, 2004. 216 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. **Correção Monetária Integral das Demonstrações Financeiras**: de Acordo com a Instrução CVM nº. 64, de 19-5-87. São Paulo: Atlas, 1988.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006a.

_____. **Matemática financeira e suas aplicações**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2006b.

_____. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BAKER, H Kent; POWELL, Garry E. *How Corporate Managers View Dividend Policy*. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 2, p. 17-35, Spring 1999.

BELLI, Juarez Torino. **Aspectos da manutenção do capital**. São Paulo, 1994. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Pontifícia Universidade Católica.

BENARTZI, Shlomo *et al.* *Do Changes in Dividend Signal the Future or the Past?* **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1007-1034, Jul. 1997.

BENZINHO, José Manuel. A Política de Dividendos das Empresas Portuguesas: Evidência a Partir da Euronext Lisboa. **First Draft**, n.15, Mar. 2004.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974.

BLUME, Marshall E. *Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence*. **The Review of Economics and Statistics**, v. 62, n. 4, p. 567-577, Nov. 1980.

BRIGHAM, Eugene F; GORDON, Myron J. *Leverage, Dividend Policy, and the Cost of Capital*. **The Journal of Finance**, v. 23, n.1, p. 85-103, Mar. 1968.

BRITTAİN, John. **Corporate Dividend Policy**. The Brookings Institute, Washington DC, 1966.

BUENO, Artur Franco. **Análise Empírica do Dividend Yield das Ações Brasileiras**. São Paulo, 2000. 199 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

CAMPOS, Gabriel Moreira; SCHERER, Luciano Márcio. Lucro por Ação. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 26, p. 81-94, Mai./Ago. 2001.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **O Impacto da Política de Dividendos sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26., 2002, Salvador. Anais... Salvador: ANPAD, 2002. CD ROM.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DEWENTER, Kathryn L.; WARTHER, Vincent. A. *Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms*. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 879-904, Jun. 1998.

DURAND, D. *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement*. In *Conference on Research in Business Finance*, **National Bureau of Economic Research**, Nova Iorque, p. 215 – 247, 1952.

ECONOMÁTICA. **Tools for Investment Analysis**. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em fevereiro de 2006.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*. **The Review of Economics and Statistics**, v. 52, n. 1, pp. 68-74, Feb. 1970.

_____. GRUBER, Martin J. RENTZLER, Joel. *A Simple Examination of the Empirical Relationship Between Dividend Yields and Deviations from the CAPM*. **Journal of Banking and Finance**, v. 7, n.1, p. 135-146, Mar. 1983.

FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

_____. BABIAK, Harvey. *Dividend Policy: An Empirical Analysis*. **Journal of the American Statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, 1968.

FAVA, Ivete. **Custo de reposição para fixação do preço de venda**: algumas análises em situação de inflação e em função do fluxo financeiro. São Paulo, 1989. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FIGUEIREDO, Antonio C. **O Conteúdo Informativo dos Dividendos: Evidências no Brasil**. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2, jul. 2002, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: SBFIN, 2002. CD-ROM.

FIRMINO, Adilson L. G. *et al.* **Dividendos Interessam? Uma Constatação Empírica Recente sobre a Relevância da Política de Dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002)**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS – FIPECAFI. **Aprendendo Contabilidade em Moeda Constante**. São Paulo: Atlas, 1994.

_____. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: aplicável às demais sociedades**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Eliseu Martins (Org.), São Paulo: Atlas, 2001.

FRANK, Murray; JAGANNATHAN, Ravi. *Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country without taxes*. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 2, p. 161-188, 15/02/1998.

FREIRE, Herculis V. de L.; LIMA, Iran S. **O comportamento dos Dividendos versus Lucros Anormais**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM

FRIEND, Irwin; PUCKETT, Marshall. *Dividends and Stock Prices*. **The American Economic Review**, v. 54, n. 5, p. 656-682, Sep. 1964.

GABRIEL, Fabiano *et al.* **O Impacto do Fim da Correção Monetária no Retorno sobre o Patrimônio Líquido dos Bancos Brasileiros**. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 3, jul. 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2003. CD-ROM.

GARCIA, André Luiz Gonçalves; BUGARIN, Maurício Soares. **Incentivos para os Administradores de Empresas Estatais: O Papel dos Dividendos Mínimos Obrigatórios e o Desenho Ótimo de Salários**. XXIV Encontro Brasileiro de Econometria. Nova Friburgo, RJ. 11-13/12/2002. CD-ROM.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GONZÁLEZ, Patrícia González. As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras**, n. 19, p. 70-81, Set./Dez. 1998.

GORDON, Myron J. *Optimal Investment and Financing Policy*. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, May 1963.

GRAHAM, Benjamim *et al.* **Security Analysis: principles and technique**. 4 ed. New York: McGraw-Hill, 1962.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IPEADATA. **Dados Macroeconômicos e Regionais**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 01 fev. 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de *et al.* **Contabilidade Introdutória**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KNOWLES III, Harvey C.; PETTY, Damon H. **The Dividend Investor: a Safe and Sure Way to Beat the Market with High-yield Dividend Stocks**. Chicago: Irwin, 1992.

LA PORTA, Rafael *et al.* *Agency Problems and Dividend Policies around the World*. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb. 2000.

LAKATOS, Eva Maria. MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LAKONISHOK, Josef; VERMAELEN, Theo. *Tax-induced Trading around Ex-dividend days*. **Journal of Financial Economics**, v. 16, n. 3, p. 287-319, Jul. 1986.

LEWELLEN, Wilbur G. *et al.* *Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon*. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 5, p. 1385-1399, Dec. 1978.

LIMA, Gerlando A. S. F. de *et al.* **Um Estudo Empírico sobre os Reflexos do não Reconhecimento da Inflação nas Demonstrações Contábeis e em suas Análises**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM

ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM

LINTNER, John. *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, May 1956. (citado 3 vezes)

LINTNER, John. *Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*. **Journal of Finance**, Columbus, v. 20, n. 4, p. 587-616, Dec. 1965.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices*. **Journal of Financial Economics**, p. 163-195, n. 2, v. 7, Jun. 1979.

LONG JR, John B. *The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider*. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 2/3, p. 235-264, Jun./Sep. 1978.

LOPES, Alexsandro B.; CARVALHO, Luiz N. G. de. **Lucro vs Dividendos na Avaliação de Empresas: um Estudo Empírico do Caso Brasileiro**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de Dividendos, na Prática, é Importante? **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, Edição Comemorativa 25 anos de Doutorado em Controladoria e Contabilidade, p. 39-53, Out. 2003.

MARTINS, Eliseu. **Contabilidade de Custos**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

_____. **Análise da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras: Implicações no Lucro e na Alavancagem Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1984.

_____. ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986.

MILLER, Merton H.; SCHOLES, Myron S. *Dividends and Taxes*. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 4, p. 333-364, Dec. 1978.

_____. SCHOLES, Myron S. *Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence*. **Journal of Political Economy**, v. 90, n. 6, p. 1118-1141, Dec. 1982.

MILONAS, Nikolaos T.; TRAVLOS, Nickolaos G. *The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athenas Stock Exchange. Working Paper Series*. **Social Science Research Network**. Jun. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274080>. Acesso em: 02/01/2006.

MILONAS, Nikolaos T. *et al.* *The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market. Working Paper Series, Social Science Research Network.* April. 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314881>. Acesso em: 02/01/2006.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.* **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

_____. MILLER, Merton. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.* **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297. Jun. 1958.

MORGAN, I. G. *Dividends and Capital Asset Prices.* **The Journal of Finance**, v. 37, n. 4, p. 1071-1086, Sep. 1982.

OHLSON, J. A. *Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation.* **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

OLIVEIRA, Heraldo Gilberto de. **A Extinção da Correção Monetária no Brasil – Principais Implicações Contábeis e Tributárias.** São Paulo, 1997. 126 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PADOVEZE, Clóvis Luis *et al.* *A Decisão de Distribuição de Lucros – Alguns Aspectos que Envolvem essa Decisão.* **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras**, n. 11, p. 1-11, Jul. 1994.

PETTIT, Richardson R. *Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends.* **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 3, p. 419-436, Dec. 1977.

PROCIANOY, Jairo L.; VERDI, Rodrigo dos S. **O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2, jul. 2002, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: SBFIN, 2002. CD-ROM.

PUGGINA, Wladimir. *Analysis of rates of return and risk for common and preferred – the brazilian experience.* Tese de doutorado. Universidade do Estado de Michigan, Michigan, 1974.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A. *et al.* **Administração Financeira.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SALOTTI, Bruno Meirelles. **O Fim da Correção Monetária Integral e seu Impacto em Alguns Índices de Análise de Balanços.** 2º Seminário USP de Contabilidade. Faculdade de

Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Out. 2002. CD-ROM

SANTOS, Alex Gama Queiroz dos *et al.* A Tributação e o Comportamento dos Preços das Ações nos Dias Ex-dividendos e Ex-JSCP: Uma Análise Empírica no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 2, n. 3, Set./Dez. 2004.

SANTOS, Ariovaldo dos. Índices Inadequados: Reflexos nos Balanços das Empresas Estrangeiras. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIECAFI**, São Paulo, n. 10, p. 1-13, Maio 1994.

SCHERER, Luciano Marcio. MARTINS, Eliseu. Manutenção de Capital e Distribuição de Dividendos. **Revista FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 65-83, Maio/Dez. 2003.

SHARPE, William F. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sep. 1964.

SZUSTER, Natan. **Análise do lucro passível de distribuição**: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa. São Paulo, 1985. Tese (Doutorado em Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

TRIOLA, Mario F. **Introdução à Estatística**. 9. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

Referência Bibliográfica Jurídica (ordenada cronologicamente)

Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940.

Lei 3.470 de 28 de novembro de 1.958

Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Decreto-lei 1.598, de 26 de dezembro de 1977.

Instrução Normativa nº 64, da Comissão de Valores Mobiliários, de 19 de maio de 1987.

Instrução Normativa nº 72, da Comissão de Valores Mobiliários, de 30 de novembro de 1987.

Lei 7.713, de 22 de dezembro de 1988.

Lei 7.799, de 10 de julho de 1989.

Lei 8.200, de 28 de junho de 1991.

Lei 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

Instrução CVM n.º 248 de 28 de junho de 1991.

Instrução CVM n.º 191, de 15 de julho de 1992.

Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995.

Ato Declaratório Normativo 13, da Secretaria da Receita Federal, de 27 de maio de 1996.

Lei 9.430, de 27 de dezembro de 1996.

Deliberação 207, da Comissão de Valores Mobiliários, de 27 de dezembro de 1996.

Lei 9.457, de 5 de maio de 1997.

Decreto 2.673, de 16 de julho de 1998.

Lei 9.779, de 19 de janeiro de 1999.

Medida Provisória 1.807, de 28 de janeiro de 1999.

Lei 10.303 de 2001.

APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EMPRESAS DA AMOSTRA

<u>Nome da Empresa</u>	<u>Setor Econômico</u>	<u>Razão Social</u>
1 Manasa	Agro e Pesca	Manasa Madeireira Nacional S.A.
2 Rasip Agro Pastoril	Agro e Pesca	Rasip Agro Pastoril S.A.
3 Renar Macas	Agro e Pesca	Renar Macas S.A.
4 Ambev	Alimentos e Bebidas	Cia. de Bebidas das Américas - Ambev
5 Avipal	Alimentos e Bebidas	Avipal S.A. - Avicultura e Agropecuária
6 Cacique	Alimentos e Bebidas	Cia. Cacique de Café Solúvel
7 Café Brasília	Alimentos e Bebidas	Café Solúvel Brasília S.A.
8 CTM Citrus	Alimentos e Bebidas	CTM Citrus S.A.
9 Excelsior	Alimentos e Bebidas	Excelsior Alimentos S.A.
10 Fluminense Refriger	Alimentos e Bebidas	Cia. Fluminense de Refrigerantes
11 Granoleo	Alimentos e Bebidas	Granóleo S.A. Com. Ind. Sem. Oleag. Der.
12 Iguacu Café	Alimentos e Bebidas	Cia. Iguaçu de Café Solúvel
13 J B Duarte	Alimentos e Bebidas	Indústrias J. B. Duarte S.A.
14 Josapar	Alimentos e Bebidas	Josapar-Joaquim Oliveira S.A. – Part.
15 Leco	Alimentos e Bebidas	Cia. Leco de Produtos Alimentícios
16 Minupar	Alimentos e Bebidas	Minupar Participações S.A.
17 Oderich	Alimentos e Bebidas	Conservas Oderich S.A.
18 Parmalat	Alimentos e Bebidas	Parmalat Brasil S.A. Ind. de Alimentos
19 Perdigão	Alimentos e Bebidas	Perdigão S.A.
20 Sadia AS	Alimentos e Bebidas	Sadia S.A.
21 Usin C Pinto	Alimentos e Bebidas	Usina Costa Pinto S.A. Açúcar Álcool
22 Vigor	Alimentos e Bebidas	S.A. Fábrica Prod. Alimentícios Vigor
23 Battistella	Comércio	Battistella Adm Participações S.A.- Apaba
24 Bompreço Bah	Comércio	Bompreço Bahia S.A.
25 Dimed	Comércio	Dimed S.A. Distrib. de Medicamentos
26 Drogasil	Comércio	Drogasil S.A.
27 Globex	Comércio	Globex Utilidades S.A.
28 Grazziotin	Comércio	Grazziotin S.A.
29 Livraria Globo	Comércio	Livraria do Globo S.A.
30 Loj Americanas	Comércio	Lojas Americanas S.A.
31 Lojas Hering	Comércio	Lojas Hering S.A.
32 Lojas Renner	Comércio	Lojas Renner S.A.
33 Minasmaquinas	Comércio	Minasmáquinas S.A.
34 Natura	Comércio	Natura Cosméticos S.A.
35 Pao de Acucar	Comércio	Cia. Brasileira de Distribuição
36 Sole Comex	Comércio	Sole do Brasil S.A. Telecom. e Com. Exterior
37 Submarino	Comércio	Submarino S.A.
38 Azevedo	Construção	Azevedo e Travassos S.A.
39 Cimob Partic	Construção	Cimob Participações S.A.
40 Const Adolpho Linde	Construção	Construtora Adolpho Lindenberg S.A.
41 Const Beter	Construção	Construtora Beter S.A.
42 Cyrela Realt	Construção	Cyrela Brazil Realty S.A. Emp. e Particip.
43 Gafisa	Construção	Gafisa S.A.
44 Joao Fortes	Construção	João Fortes Engenharia S.A.
45 Lix da Cunha	Construção	Construtora Lix da Cunha S.A.
46 Mendes Jr	Construção	Mendes Júnior Engenharia S.A.
47 Rossi Resid	Construção	Rossi Residencial S.A.
48 Sergen	Construção	Sergen Serviços Gerais de Eng. S.A.
49 Spel Empreendim	Construção	Spel – Empreend. e Participações S.A.
50 Sultepa	Construção	Construtora Sultepa S.A.

<u>Nome da Empresa</u>	<u>Setor Econômico</u>	<u>Razão Social</u>
51 Brasmotor	Eletroeletrônicos	Brasmotor S.A.
52 Gradiente	Eletroeletrônicos	Gradiente Eletrônica S.A.
53 Itaotec	Eletroeletrônicos	Itaotec Philco S.A.
54 Multibras	Eletroeletrônicos	Multibrás S.A. Eletrodomésticos
55 Semp Toshiba	Eletroeletrônicos	Semp Toshiba S.A.
56 Springer	Eletroeletrônicos	Springer S.A.
57 Trafo	Eletroeletrônicos	Trafo Equipamentos Elétricos S.A.
58 AES Elpa	Energia Elétrica	AES Elpa S.A.
59 Aes Sul Dist Energ	Energia Elétrica	AES Sul Distrib. Gaúcha de Energia S.A.
60 AES Tiete	Energia Elétrica	AES Tiete S.A.
61 Ampla Energ	Energia Elétrica	Ampla Energia e Serviços S.A.
62 Caiua	Energia Elétrica	Caiua Serviços de Eletricidade S.A.
63 CEB	Energia Elétrica	Cia. Energética de Brasília
64 CEEE Energia Eletri	Energia Elétrica	Cia. Estadual de Energia Elétrica – CEEE
65 Celesc	Energia Elétrica	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.
66 Celg	Energia Elétrica	Cia. Energética de Goiás - Celg
67 Celpa	Energia Elétrica	Centrais Elétricas do Pará S.A. - Celpa
68 Celpe	Energia Elétrica	Cia. Energética de Pernambuco - Celpe
69 Cemat	Energia Elétrica	Centrais Eletétricas Matogrossenses S.A.
70 Cemig	Energia Elétrica	Cia. Energética de Minas Gerais - Cemig
71 Cesp	Energia Elétrica	Cesp – Cia. Energética de São Paulo
72 Coelba	Energia Elétrica	Cia. Eletricidade Est. da Bahia - Coelba
73 Coelce	Energia Elétrica	Cia. Energética do Ceará - Coelce
74 Copel	Energia Elétrica	Cia. Paranaense de Energia - Copel
75 Cosern	Energia Elétrica	Cia. Energética do Rio Grande do Norte
76 CPFL Energia	Energia Elétrica	CPFL Energia S.A.
77 CPFL Piratininga	Energia Elétrica	Cia. Piratininga de Força e Luz
78 Elektro	Energia Elétrica	Elektro - Eletricidade E Serviços S.A.
79 Eletrobrás	Energia Elétrica	Centrais Eletr. Brasileira S.A. - Eletrobrás
80 Eletropaulo Metropo	Energia Elétrica	Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.
81 EMAE	Energia Elétrica	EMAE-Empresa Metrop. Águas Energia S.A.
82 Energias BR	Energia Elétrica	EDP - Energias do Brasil S.A.
83 Escelsa	Energia Elétrica	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A
84 F Cataguazes	Energia Elétrica	Cia. Força Luz Cataguazes Leopoldina
85 Gera Paranapanema	Energia Elétrica	Duke Energy Int. Ger. Paranapanema S.A.
86 Inepar Energia	Energia Elétrica	Inepar Energia S.A.
87 Light	Energia Elétrica	Light Servicos de Eletricidade S.A.
88 LightPar	Energia Elétrica	Light Participações S.A. - Lightpar
89 Paul F Luz	Energia Elétrica	Cia. Paulista de Força e Luz
90 Rio Grande Energia	Energia Elétrica	Rio Grande Energia S.A.
91 Tractebel	Energia Elétrica	Tractebel Energia S.A.
92 Transmissao Paulist	Energia Elétrica	Cia. Transmissão Energia Elet. Paulista
93 VBC Energia	Energia Elétrica	VBC Energia S.A.
94 Bardella	Máquinas Industriais	Bardella S.A. Indústrias Mecânicas
95 Embraco	Máquinas Industriais	Empresa Brasileira de Compressores S.A.
96 Inds Romi	Máquinas Industriais	Indústrias Romi S.A.
97 Nordon Met	Máquinas Industriais	Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A.
98 Weg	Máquinas Industriais	Weg S.A.
99 Caemi	Mineração	Caemi Mineração e Metalurgia S.A.
100 Magnesita	Mineração	Magnesita S.A.
101 Vale Rio Doce	Mineração	Cia. Vale do Rio Doce
102 Chiarelli	Minerais não Metálicos	Cerâmica Chiarelli S.A.
103 Eternit	Minerais não Metálicos	Eternit S.A.

<u>Nome da Empresa</u>	<u>Setor Econômico</u>	<u>Razão Social</u>
104 Nadir Figueiredo	Minerais não Metálicos	Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.
105 Portobello	Minerais não Metálicos	Portobello S.A.
106 Aracruz	Papel e Celulose	Aracruz Celulose S.A.
107 Celulose Irani	Papel e Celulose	Celulose Irani S.A.
108 Klabin	Papel e Celulose	Klabin S.A.
109 Melhoramentos SP	Papel e Celulose	Cia. Melhoramentos de São Paulo
110 Melpaper	Papel e Celulose	Melpaper S.A.
111 Ripasa	Papel e Celulose	Ripasa S.A. Celulose e Papel
112 Suzano Papel	Papel e Celulose	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
113 Votorantim C P	Papel e Celulose	Votorantim Celulose e Papel S.A.
114 CEG	Petróleo e Gás	Cia Distrib. de Gás do Rio de Janeiro – CEG
115 ComGás	Petróleo e Gás	Cia. Gás de São Paulo - Comgás
116 Ipiranga Dist	Petróleo e Gás	Distrib. de Prod. de Petróleo Ipiranga S.A.
117 Ipiranga Pet	Petróleo e Gás	Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga
118 Ipiranga Ref	Petróleo e Gás	Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A.
119 Petrobras	Petróleo e Gás	Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás
120 Petroleo Manguinhos	Petróleo e Gás	Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A.
121 Wlm Ind Com	Petróleo e Gás	Wlm - Indústria e Comércio S.A.
122 Bombril	Química	Bombril S.A.
123 Braskem	Química	Braskem S.A.
124 Copesul	Química	Copesul – Cia. Petroquímica do Sul
125 Elekeiroz	Química	Elekeiróz S.A.
126 Fertibras	Química	Fertibrás S.A.
127 Fosfertil	Química	Fertilizantes Fosfatados S.A.- Fosfertil
128 M&G Poliest	Química	M G Poliéster S.A.
129 Millennium	Química	Millennium Inorganic Chemicals Br S.A.
130 Petroflex	Química	Petroflex Indústria e Comércio S.A.
131 Petroquímica Uniao	Química	Petroquímica União S.A.
132 Petroquisa	Química	Petrobrás Química S.A. - Petroquisa
133 Polialden	Química	Polialden Petroquímica S.A.
134 Politen	Química	Politen Indústria e Comércio S.A.
135 Pronor	Química	Pronor Petroquímica S.A.
136 Suzano Petroquim	Química	Suzano Petroquímica S.A.
137 Trorion	Química	Trorion S.A.
138 Ultrapar	Química	Ultrapar Participações S.A.
139 Unipar	Química	Unipar União de Indústria Petroquímica S.A.
140 Yara Brasil	Química	Yara Brasil Fertilizantes S.A.
141 Acesita	Siderurgia & Metalurgia	Acesita S.A.
142 Aco Altona	Siderurgia & Metalurgia	Electro Aço Altona S.A.
143 Aços Villares	Siderurgia & Metalurgia	Aços Villares S.A.
144 Aliperti	Siderurgia & Metalurgia	Siderúrgica J. L. Aliperti S.A.
145 Arcelor BR	Siderurgia & Metalurgia	Arcelor Brasil S.A.
146 Caraíba Metais	Siderurgia & Metalurgia	Caraíba Metais S.A.
147 CBC Cartucho	Siderurgia & Metalurgia	Cia. Brasileira de Cartuchos
148 Confab	Siderurgia & Metalurgia	Confab Industrial S.A.
149 Eluma	Siderurgia & Metalurgia	Eluma S.A. Indústria e Comércio
150 Ferbasa	Siderurgia & Metalurgia	Cia. Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa
151 Ferragens Haga	Siderurgia & Metalurgia	Ferragens Haga S.A.
152 Fibam	Siderurgia & Metalurgia	Fibam Companhia Industrial
153 Forjas Taurus	Siderurgia & Metalurgia	Forjas Taurus S.A.
154 Gazola	Siderurgia & Metalurgia	Gazola S.A. Indústria Metalúrgica
155 Gerdau	Siderurgia & Metalurgia	Gerdau S.A.
156 Gerdau Met	Siderurgia & Metalurgia	Metalúrgica Gerdau S.A.

<u>Nome da Empresa</u>	<u>Setor Econômico</u>	<u>Razão Social</u>
157 Hercules	Siderurgia & Metalurgia	Hercules S.A. Fabrica de Talheres
158 Kepler Weber	Siderurgia & Metalurgia	Kepler Weber S.A.
159 Mangels	Siderurgia & Metalurgia	Mangels Industrial S.A.
160 Met Duque	Siderurgia & Metalurgia	Metalúrgica Duque S.A.
161 Metal Iguaçu	Siderurgia & Metalurgia	Metalgráfica Iguaçu S.A.
162 Metisa	Siderurgia & Metalurgia	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.
163 Micheletto	Siderurgia & Metalurgia	Indústrias Micheletto S.A.
164 Mundial	Siderurgia & Metalurgia	Mundial S.A. - Produtos de Consumo
165 Panatlantica	Siderurgia & Metalurgia	Panatlântica S.A.
166 Paranapanema	Siderurgia & Metalurgia	Paranapanema S.A.
167 Rimet	Siderurgia & Metalurgia	Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.
168 Sam Industrias	Siderurgia & Metalurgia	Sam Indústrias S.A.
169 Sid Nacional	Siderurgia & Metalurgia	Cia. Siderúrgica Nacional
170 Tekno	Siderurgia & Metalurgia	Tekno S.A. Construções Ind. e Comércio
171 Usiminas	Siderurgia & Metalurgia	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A.-Usiminas
172 Universo Online	Software e Dados	Uol Inc. S.A.
173 Amazonia Celular	Telecomunicações	Amazônia Celular S.A.
174 Americel	Telecomunicações	Americel S.A.
175 Brasil T Par	Telecomunicações	Brasil Telecom Participações S.A.
176 Brasil Telecom	Telecomunicações	Brasil Telecom S.A.
177 CRT Celular	Telecomunicações	Celular Crt Participações S.A.
178 Embratel Part	Telecomunicações	Embratel Participações S.A.
179 Geodex	Telecomunicações	Geodex Communications S.A.
180 Inepar Telecom	Telecomunicações	Inepar Telecomunicações S.A.
181 La Fonte Telecom	Telecomunicações	La Fonte Participações S.A.
182 LF Tel	Telecomunicações	LF Tel S.A.
183 Tele Centroeste Cel	Telecomunicações	Tele Centro Oeste Cel. Participações S.A.
184 Tele Leste Celular	Telecomunicações	Tele Leste Celular Participações S.A.
185 Tele Norte Celular	Telecomunicações	Tele Norte Celular Participações S.A.
186 Tele Sudeste Célula	Telecomunicações	Tele Sudeste Celular Participações S.A.
187 Telefonica	Telecomunicações	Telefônica S.A.
188 Telefonica Data Hld	Telecomunicações	Telefônica Data Brasil Holding S.A.
189 Telemar Norte Leste	Telecomunicações	Telemar Norte Leste S.A.
190 Telemar-Tele NL Par	Telecomunicações	Telemar Participações S.A.
191 Telemar-Tele NL Par	Telecomunicações	Telemar Participações S.A.
192 Telemig Celul Part	Telecomunicações	Telemig Celular Participações S.A.
193 Telesp Cel Part	Telecomunicações	Telec. de São Paulo S.A. - Telesp
194 Telesp Operac	Telecomunicações	Telec. São Paulo S.A. - Telesp Operacional
195 Telet	Telecomunicações	Telet S.A.
196 Tim Participacoes	Telecomunicações	Tim Participações S.A.
197 Alpargatas	Têxtil	São Paulo Alpargatas S.A.
198 Buettner	Têxtil	Buettner S.A. Indústria e Comércio
199 Cambuci	Têxtil	Cambuci S.A.
200 Cedro	Têxtil	Cia. Fiação Tecidos Cedro Cachoeira
201 Cia Hering	Têxtil	Cia. Hering
202 Coteminas	Têxtil	Cia. Tecidos Norte de Minas Coteminas
203 Dohler	Têxtil	Dohler S.A.
204 Encorpar	Têxtil	Empresa Nac. Com. Redito Part. S.A.
205 F Guimarães	Têxtil	Cia. Têxtil Ferreira Guimarães
206 Fab C Renaux	Têxtil	Fábrica Tecidos Carlos Renaux S.A.
207 Grendene	Têxtil	Grendene S.A.
208 Guararapes	Têxtil	Guararapes Confecções S.A.
209 Inds Cataguases	Têxtil	Cia. Industrial Cataguases

	<u>Nome da Empresa</u>	<u>Setor Econômico</u>	<u>Razão Social</u>
210	Karsten	Têxtil	Karsten S.A.
211	Kuala	Têxtil	Kuala S.A.
212	Marisol	Têxtil	Marisol S.A.
213	Pettenati	Têxtil	Pettenati S.A. Indústrias Têxtil
214	Santanense	Têxtil	Cia. Tecidos Santanense
215	Santista Têxtil	Têxtil	Santista Têxtil S.A.
216	Schlosser	Têxtil	Cia. Industriais Schlosser S.A.
217	Staroup	Têxtil	Staroup S.A. Indústria de Roupas
218	Tecel. Blumenau	Têxtil	Tecblu Tecelagem Blumenau S.A.
219	Tecel.S.Jose	Têxtil	Fiação Tec. São Jose S.A.
220	Teka	Têxtil	Teka - Tecelagem Kuehnrich S.A.
221	Tex Renaux	Têxtil	Têxtil Renaux S.A.
222	Vicunha Têxtil	Têxtil	Vicunha Têxtil S.A.
223	Vulcabras	Têxtil	Vulcabrás S.A.
224	Wembley	Têxtil	Wembley Sociedade Anônima
225	AGConcessoes	Transporte Serviços	Andrade Gutierrez Concessões S.A.
226	ALL America Latina	Transporte Serviços	All América Latina Logística S.A.
227	BR Ferrovias	Transporte Serviços	Brasil Ferrovias S.A.
228	CCR Rodovias	Transporte Serviços	Cia. Concessões Rodoviárias
229	Docas Imbituba	Transporte Serviços	Cia. Docas de Imbituba
230	Ferrovia Centro Atl	Transporte Serviços	Ferrovia Centro-Atlântica S.A.
231	Gol	Transporte Serviços	Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.
232	Localiza	Transporte Serviços	Localiza Rent a Car S.A.
233	OHL Brasil	Transporte Serviços	Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.
234	TAM	Transporte Serviços	Tam S.A.
235	Varig	Transporte Serviços	Varig S.A. Viação Aérea Riograndense
236	Varig Serviços	Transporte Serviços	Varig Partic. em Serv. Complementares S.A.
237	Vasp	Transporte Serviços	Viação Aérea São Paulo S.A. Vasp
238	Arteb	Veículos e peças	Indústrias Arteb S.A.
239	Bic Caloi	Veículos e peças	Bicicletas Caloi S.A.
240	Bic Monark	Veículos e peças	Bicicletas Monark S.A.
241	Cobrasma	Veículos e peças	Cobrasma S.A.
242	DHB	Veículos e peças	DHB Indústria e Comércio S.A.
243	Embraer	Veículos e peças	Embraer – Emp. Brasil. de Aeronáutica S.A.
244	Fras-Le	Veículos e peças	Fras-Le S.A.
245	lochp-Maxion	Veículos e peças	lochpe Maxion S.A.
246	Marcopolo	Veículos e peças	Marcopolo S.A.
247	Metal Leve	Veículos e peças	Mahle-Metal Leve S.A.
248	Plascar	Veículos e peças	Plascar Participações Industriais S.A.
249	Randon Part	Veículos e peças	Randon Participações S.A.
250	Recrusul	Veículos e peças	Recrusul S.A.
251	Riosulense	Veículos e peças	Metalúrgica Riosulense S.A.
252	Schulz	Veículos e peças	Schulz S.A.
253	Tupy	Veículos e peças	Tupy S.A.
254	Wetzel	Veículos e peças	Wetzel S.A.
255	Wiest	Veículos e peças	Wiest S.A.

APÊNDICE B – RESULTADO DA CORREÇÃO MONETÁRIA DE BALANÇOS (VALORES EXPRESSOS EM R\$ MIL)

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Ago e Pesca									
Manasa	(9.949,00)	(686,69)	(10.635,69)	(4.147,00)	148,78	(3.998,22)	(17.408,00)	117,70	(17.290,30)
Rasip Agro Pastoral							(1.717,00)	(88,42)	(1.805,42)
Renar Macas									

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Manasa	(3.926,00)	3.913,04	(12,96)	2.126,00	5.224,18	7.350,18	2.742,00	5.105,67	7.847,67
Rasip Agro Pastoral	379,00	(119,14)	259,86	(6.329,00)	(250,59)	(6.579,59)	1.567,00	204,88	1.771,88
Renar Macas							103,00	1.044,16	1.147,16

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Manasa	(3.046,00)	12.120,61	9.074,61	(11.156,00)	3.739,31	(7.416,69)	(6.392,00)	4.897,97	(1.494,03)
Rasip Agro Pastoral	631,00	(348,88)	282,12	(138,00)	(171,51)	(309,51)	2.915,00	(1.605,04)	1.309,96
Renar Macas	605,00	2.858,09	3.463,09	2.090,00	861,21	2.951,21	1.026,00	1.409,51	2.435,51

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Alimentos e Bebidas									
Ambev	324.894,00	87.497,39	412.391,39	456.323,00	105.740,72	562.063,72	329.098,00	29.469,61	358.567,61
Avipal	25.996,00	4.166,40	30.162,40	28.984,00	47,72	29.031,72	19.596,00	86,83	19.682,83
Cacique	11.311,00	(34,24)	11.276,76	11.207,00	(893,64)	10.313,36	7.007,00	(186,41)	6.820,59
Cafe Brasilia				(40.301,00)	14.548,97	(25.752,03)	(45.053,00)	3.256,18	(41.796,82)
CTM Citrus	(4.083,00)	668,68	(3.414,32)	(11.402,00)	62,16	(11.339,84)	1.195,00	(570,58)	624,42
Excelsior							(1.020,00)	(20,16)	(1.040,16)
Fluminense Refriger				3.669,00	(885,18)	2.783,82	(20.630,00)	(47,42)	(20.677,42)
Granoleo	2.084,00	(3.088,14)	(1.004,14)	(819,00)	(3.406,54)	(4.225,54)	590,00	(805,73)	(215,73)
Iguacu Cafe	5.682,00	(2.797,13)	2.884,87	8.095,00	(2.212,43)	5.882,57	10.463,00	(426,27)	10.036,73
J B Duarte	(19.495,00)	1.462,01	(18.032,99)	(10.800,00)	2.100,23	(8.699,77)	(1.100,00)	435,90	(664,10)
Josapar				7.593,00	2.646,42	10.239,42	13.182,00	926,02	14.108,02
Leco	1.302,00	(179,14)	1.122,86	3.287,00	816,97	4.103,97	2.436,00	237,42	2.673,42
Minupar	(21.588,00)	645,26	(20.942,74)	(6.032,00)	1.800,21	(4.231,79)	123,00	408,88	531,88
Oderich				1.293,00	(98,74)	1.194,26	983,00	(15,63)	967,37
Parmalat	(4.929,00)	3.828,66	(1.100,34)	4.616,00	14.334,52	18.950,52	(20.746,00)	6.600,31	(14.145,69)
Perdigao	9.807,00	10.185,28	19.992,28	42.452,00	11.391,44	53.843,44	60.438,00	4.118,09	64.556,09
Sadia SA	42.398,00	10.643,66	53.041,66	71.118,00	(8.507,53)	62.610,47	171.427,00	1.572,57	172.999,57
Usin C Pinto	193,00	4.460,21	4.653,21	(114,00)	4.415,00	4.301,00	(8,00)	1.446,87	1.438,87
Vigor	4.165,00	673,07	4.838,07	4.220,00	5.914,74	10.134,74	2.614,00	1.726,06	4.340,06

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Alimentos e Bebidas (continuação)									
Ambev	(310.682,00)	710.968,14	400.286,14	470.182,00	197.423,06	667.605,06	784.568,00	206.605,26	991.173,26
Avipal	5.751,00	(3.160,02)	2.590,98	30.071,00	1.249,01	31.320,01	32.169,00	2.787,10	34.956,10
Cacique	13.100,00	914,54	14.014,54	13.591,00	(290,86)	13.300,14	16.478,00	(1.828,74)	14.649,26
Cafe Brasilia	(92.471,00)	46.315,83	(46.155,17)	(92.294,00)	31.363,63	(60.930,37)	(121.589,00)	42.494,40	(79.094,60)
CTM Citrus	669,00	(6.402,00)	(5.733,00)	(8.381,00)	(1.428,74)	(9.809,74)	(7.287,00)	(2.129,40)	(9.416,40)
Excelsior	(2.109,00)	(452,97)	(2.561,97)	(3.412,00)	64,39	(3.347,61)	(1.056,00)	276,74	(779,26)
Fluminense Refriger	(5.402,00)	(887,16)	(6.289,16)	(5.727,00)	(396,61)	(6.123,61)	1.809,00	256,36	2.065,36
Granoleo	(1.931,00)	(10.113,54)	(12.044,54)	(624,00)	(4.872,56)	(5.496,56)	3.724,00	(5.286,63)	(1.562,63)
Iguacu Cafe	13.149,00	(6.475,16)	6.673,84	9.681,00	(4.304,06)	5.376,94	18.605,00	(4.896,63)	13.708,37
J B Duarte	2.313,00	5.922,04	8.235,04	(2.038,00)	790,37	(1.247,63)	(1.508,00)	914,78	(593,22)
Josapar	(6.280,00)	15.283,55	9.003,55	(24.695,00)	9.032,27	(15.662,73)	(15.019,00)	11.260,70	(3.758,30)
Leco	(3.498,00)	3.806,70	308,70	3.276,00	2.298,00	5.574,00	7.820,00	2.454,61	10.274,61
Minupar	(25.845,00)	4.544,53	(21.300,47)	(1.085,00)	4.327,97	3.242,97	(2.341,00)	4.327,02	1.986,02
Oderich	798,00	(599,70)	198,30	1.987,00	(366,32)	1.620,68	3.289,00	(203,94)	3.085,06
Parmalat	(53.261,00)	18.575,31	(34.685,69)	(39.951,00)	3.946,56	(36.004,44)	(61.253,00)	10.182,22	(51.070,78)
Perdigao	47.162,00	64.966,50	112.128,50	45.389,00	43.236,82	88.625,82	168.247,00	53.595,26	221.842,26
Sadia SA	82.181,00	75.294,33	157.475,33	112.749,00	32.809,03	145.558,03	202.607,00	19.654,34	222.261,34
Usin C Pinto	1.326,00	15.967,61	17.293,61						
Vigor	(8.431,00)	24.064,56	15.633,56	(2.181,00)	13.240,68	11.059,68	(12.243,00)	12.721,38	478,38

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Alimentos e Bebidas (continuação)									
Ambev	1.510.313,00	506.769,61	2.017.082,61	1.411.570,00	283.165,84	1.694.735,84	1.161.533,00	1.049.523,50	2.211.056,50
Avipal	(882,00)	8.031,81	7.149,81	20.812,00	(2.008,22)	18.803,78	(163.868,00)	(9.782,85)	(173.650,85)
Cacique	17.214,00	(4.780,47)	12.433,53	21.201,00	(3.653,67)	17.547,33	24.007,00	(7.800,20)	16.206,80
Cafe Brasilia	(205.770,00)	139.338,90	(66.431,10)	(172.381,00)	55.980,81	(116.400,19)	(111.217,00)	66.302,34	(44.914,66)
CTM Citrus	(7.279,00)	(1.645,34)	(8.924,34)	(741,00)	(2.705,90)	(3.446,90)	(748,00)	(3.015,03)	(3.763,03)
Excelsior	(1.933,00)	433,92	(1.499,08)	254,00	229,95	483,95	345,00	278,99	623,99
Fluminense Refriger				5.374,00	115,21	5.489,21	39.575,00	4.249,14	43.824,14
Granoleo	8.028,00	(13.968,25)	(5.940,25)	1.660,00	(4.707,91)	(3.047,91)	3.471,00	(7.650,27)	(4.179,27)
Iguacu Cafe	36.435,00	(10.672,28)	25.762,72	45.251,00	(3.700,70)	41.550,30	22.892,00	(8.819,60)	14.072,40
J B Duarte	140,00	1.891,22	2.031,22	909,00	495,60	1.404,60	2.059,00	778,02	2.837,02
Josapar	(19.200,00)	29.140,53	9.940,53	11.979,00	5.214,70	17.193,70	24.634,00	6.158,89	30.792,89
Leco	1.319,00	2.533,78	3.852,78	11.758,00	2.015,35	13.773,35	471,00	2.139,00	2.610,00
Minupar	(41.026,00)	10.469,45	(30.556,55)	(7.569,00)	5.940,02	(1.628,98)	(13.032,00)	10.350,04	(2.681,96)
Oderich	1.752,00	(149,22)	1.602,78	1.225,00	(167,14)	1.057,86	4.825,00	(303,74)	4.521,26
Parmalat	(191.987,00)	(2.882,12)	(194.869,12)	(235.687,00)	7.790,83	(227.896,17)	(228.217,00)	27.128,99	(201.088,01)
Perdigao	8.232,00	101.464,84	109.696,84	123.547,00	29.905,02	153.452,02	295.619,00	44.078,84	339.697,84
Sadia SA	234.092,00	17.431,66	251.523,66	446.763,00	394,34	447.157,34	438.736,00	(23.177,28)	415.558,72
Usin C Pinto									
Vigor	(31.625,00)	33.506,63	1.881,63	2.834,00	12.655,01	15.489,01	418,00	20.648,66	21.066,66

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Comércio (continuação)									
Battistella	109.441,00	9.460,59	118.901,59				4.317,00	(2.054,94)	2.262,06
Bompreco Bah	(33.323,00)	1.838,14	(31.484,86)	(33.368,00)	(21.902,70)	(55.270,70)	2.006,00	(32.188,17)	(30.182,17)
Dimed	6.177,00	(12.722,75)	(6.545,75)	10.026,00	(3.831,15)	6.194,85	11.497,00	(6.770,24)	4.726,76
Drogasil	8.022,00	(6.312,78)	1.709,22	6.959,00	(2.295,86)	4.663,14	7.951,00	(4.244,53)	3.706,47
Globex	35.785,00	(79.994,83)	(44.209,83)	3.344,00	(24.747,39)	(21.403,39)	52.031,00	(36.544,05)	15.486,95
Grazziotin	5.047,00	(10.019,69)	(4.972,69)	8.433,00	(2.926,81)	5.506,19	16.215,00	(4.419,08)	11.795,92
Livraria Globo	(1.052,00)	133,63	(918,37)	(1.688,00)	77,44	(1.610,56)	(1.896,00)	276,20	(1.619,80)
Loj Americanas	103.086,00	7.179,82	110.265,82	115.873,00	6.755,20	122.628,20	64.135,00	15.117,62	79.252,62
Lojas Hering	(1.418,00)	2.454,02	1.036,02	(555,00)	790,36	235,36	(891,00)	1.556,04	665,04
Lojas Renner	(97.077,00)	15.700,48	(81.376,52)	56.531,00	11.966,76	68.497,76	52.454,00	10.895,04	63.349,04
Minasmaquinas	623,00	(1.505,11)	(882,11)	1.531,00	(461,67)	1.069,33	3.945,00	(830,66)	3.114,34
Natura				63.884,00	15.250,60	79.134,60	300.294,00	20.835,22	321.129,22
Pao de Acucar	245.122,00	418.299,54	663.421,54	225.545,00	113.595,12	339.140,12	369.830,00	269.384,01	639.214,01
Sole Comex	(13,00)	(32,75)	(45,75)	(14,00)	(8,50)	(22,50)	(4.108,00)	(514,80)	(4.622,80)
Submarino							6.390,00	1.311,01	7.701,01

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Construção									
Azevedo	(16.896,00)	1.442,51	(15.453,49)	(10.318,00)	1.725,49	(8.592,51)	(8.200,00)	(238,44)	(8.438,44)
Cimob Partic				1.348,00	(3.805,23)	(2.457,23)	203,00	(1.118,31)	(915,31)
Const Adolpho Linde				(76,00)	(383,95)	(459,95)	249,00	(86,42)	162,58
Const Beter	1.705,00	(2.180,23)	(475,23)	156,00	(1.830,36)	(1.674,36)	143,00	(394,29)	(251,29)
Cyrela Realt	7.917,00	(5.756,05)	2.160,95	18.691,00	(613,51)	18.077,49	25.595,00	379,18	25.974,18
Gafisa							(6.081,00)	(1.482,21)	(7.563,21)
Joao Fortes				9.634,00	(8.813,68)	820,32	3.407,00	(2.169,99)	1.237,01
Lix da Cunha	(26.205,00)	(6.191,29)	(32.396,29)	(24.044,00)	(3.816,15)	(27.860,15)	(1.214,00)	(844,31)	(2.058,31)
Mendes Jr	(29.016,00)	(44.167,47)	(73.183,47)	70.557,00	(34.323,48)	36.233,52	10.256,00	(8.237,48)	2.018,52
Rossi Resid				17.479,00	(15.455,70)	2.023,30	16.768,00	(2.311,73)	14.456,27
Sergen	5.856,00	(2.719,42)	3.136,58	5.486,00	(2.499,59)	2.986,41	4.429,00	(547,95)	3.881,05
Spel Empreendim							(779,00)	(344,55)	(1.123,55)
Sultepa	7.210,00	(3.458,26)	3.751,74	9.769,00	(4.187,90)	5.581,10	3.773,00	(856,78)	2.916,22

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Azevedo	(6.647,00)	(124,74)	(6.771,74)	(4.802,00)	314,87	(4.487,13)	(2.726,00)	958,05	(1.767,95)
Cimob Partic	(1.634,00)	(9.126,83)	(10.760,83)	(25.435,00)	(6.126,47)	(31.561,47)	(53.905,00)	(6.481,80)	(60.386,80)
Const Adolpho Linde	(247,00)	(1.061,87)	(1.308,87)	(1.333,00)	(325,07)	(1.658,07)	1.862,00	(164,94)	1.697,06
Const Beter	2.198,00	(4.208,49)	(2.010,49)	1.966,00	(2.071,33)	(105,33)	247,00	(2.584,40)	(2.337,40)
Cyrela Realt	41.509,00	(1.552,62)	39.956,38	49.654,00	(4.285,83)	45.368,17	27.976,00	(11.729,43)	16.246,57
Gafisa	(8.690,00)	(16.019,39)	(24.709,39)	9.865,00	(6.877,35)	2.987,65	15.462,00	(7.202,52)	8.259,48
Joao Fortes	3.518,00	(28.339,02)	(24.821,02)	4.440,00	(16.307,49)	(11.867,49)	4.019,00	(17.065,15)	(13.046,15)
Lix da Cunha	1.678,00	(9.969,01)	(8.291,01)	6.971,00	(5.033,67)	1.937,33	8.958,00	(5.662,80)	3.295,20
Mendes Jr	8.381,00	(102.322,81)	(93.941,81)	93.350,00	(51.011,94)	42.338,06	5.144,00	(63.752,21)	(58.608,21)
Rossi Resid	12.180,00	(29.470,06)	(17.290,06)	13.530,00	(15.338,18)	(1.808,18)	(8.655,00)	(17.860,65)	(26.515,65)
Sergen	675,00	(7.260,57)	(6.585,57)	2.102,00	(3.632,08)	(1.530,08)	3.089,00	(4.031,56)	(942,56)
Spel Empreendim	(2.152,00)	(3.850,07)	(6.002,07)	2.259,00	(1.647,09)	611,91	3.505,00	(1.740,13)	1.764,87
Sultepa	4.269,00	(2.181,11)	2.087,89	1.143,00	5.276,91	6.419,91	2.536,00	5.041,50	7.577,50

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Construção (continuação)									
Azevedo	(3.654,00)	2.943,92	(710,08)	(5.168,00)	1.178,11	(3.989,89)	(5.844,00)	2.396,28	(3.447,72)
Cimob Partic	(14.948,00)	(2.173,28)	(17.121,28)	(13.668,00)	1.744,57	(11.923,44)	(17.364,00)	3.778,62	(13.585,38)
Const Adolpho Linde	35,00	(872,85)	(837,85)	(243,00)	(246,50)	(489,50)	(983,00)	(401,38)	(1.384,38)
Const Beter	6.306,00	(8.178,65)	(1.872,65)	633,00	(2.694,63)	(2.061,63)	3.085,00	(4.081,50)	(996,50)
Cyrela Realt	47.438,00	(35.209,28)	12.228,72	33.144,00	(12.717,52)	20.426,49	45.928,00	(23.621,72)	22.306,28
Gafisa	42.041,00	(21.729,62)	20.311,38	50.977,00	(7.498,53)	43.478,47	19.692,00	(18.508,56)	1.183,44
Joao Fortes	4.856,00	(45.339,90)	(40.483,90)	3.808,00	(11.725,24)	(7.917,24)	2.084,00	(12.929,12)	(10.845,12)
Lix da Cunha	11.246,00	(17.863,46)	(6.617,46)	58,00	(6.150,37)	(6.092,37)	(2.671,00)	(9.071,54)	(11.742,54)
Mendes Jr	(31.436,00)	(163.259,23)	(194.695,23)	(362,00)	(44.967,49)	(45.329,49)	(120.405,00)	(102.422,69)	(222.827,69)
Rossi Resid	4.371,00	(63.836,93)	(59.465,93)	(6.143,00)	(18.980,79)	(25.123,79)	19.301,00	(28.538,49)	(9.237,49)
Sergen	769,00	(11.075,83)	(10.306,83)	34.029,00	(3.299,62)	30.729,38	5.115,00	(9.414,58)	(4.299,58)
Spel Empreendim	9.825,00	(5.191,41)	4.633,59	9.065,00	(2.267,28)	6.797,72	4.967,00	(4.824,22)	142,78
Sultepa	(35.548,00)	11.525,59	(24.022,41)	570,00	472,32	1.042,32	(5.547,00)	4.160,71	(1.386,29)

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Eletroeletrônicos									
Brasmotor	114.199,00	33.114,78	147.313,78	55.286,00	24.287,71	79.573,71	41.640,00	7.636,76	49.276,76
Gradiente	19.185,00	(2.956,12)	16.228,88	(98.727,00)	(1.529,96)	(100.256,96)	(8.960,00)	(334,82)	(9.294,82)
Itautec	7.343,00	(5.243,18)	2.099,82	(136.163,00)	(15.374,99)	(151.537,99)	(155.024,00)	(5.801,18)	(160.825,18)
Multibras	232.240,00	8.091,63	240.331,63	119.211,00	(6.901,50)	112.309,50	93.194,00	1.046,52	94.240,52
Semp Toshiba				748,00	129,40	877,40	(1.407,00)	11,82	(1.395,18)
Springer	16.843,00	756,94	17.599,94	(2.604,00)	(1.070,01)	(3.674,01)	3.517,00	(203,81)	3.313,19
Trafo	639,00	(391,39)	247,61	2.100,00	(471,09)	1.628,91	4.480,00	(6,99)	4.473,01

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Brasmotor	(31.218,00)	103.883,23	72.665,23	57.040,00	48.369,47	105.409,47	(9.337,00)	45.219,10	35.882,10
Gradiente	24.740,00	41.967,61	66.707,61	472.160,00	5.732,41	477.892,41	(110.517,00)	(43.084,91)	(153.601,91)
Itautec	20.302,00	(40.327,23)	(20.025,23)	60.149,00	(17.041,32)	43.107,68	4.198,00	(18.930,18)	(14.732,18)
Multibras	(41.255,00)	16.010,19	(25.244,81)	108.106,00	3.143,74	111.249,74	7.109,00	(2.383,16)	4.725,84
Semp Toshiba	(1.145,00)	392,00	(753,00)	1.876,00	333,98	2.209,98	1.654,00	165,98	1.819,98
Springer	10.793,00	(1.422,09)	9.370,91	16.142,00	(950,99)	15.191,01	7.755,00	(2.748,62)	5.006,38
Trafo	(3.566,00)	(883,16)	(4.449,16)	(8.834,00)	(696,58)	(9.530,58)	(2.756,00)	(1.133,08)	(3.889,08)

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Brasmotor	45.858,00	202.565,49	248.423,49	30.169,00	55.854,58	86.023,58	7.344,00	82.877,38	90.221,38
Gradiente	(15.877,00)	(72.040,93)	(87.917,93)	(180.818,00)	(20.461,32)	(201.279,32)	(20.054,00)	(9.411,55)	(29.465,55)
Itautec	53.342,00	(41.286,75)	12.055,25	10.403,00	(18.525,63)	(8.122,63)	22.527,00	(32.843,92)	(10.316,92)
Multibras	112.548,00	90.065,23	202.613,23	62.168,00	20.169,01	82.337,01	7.210,00	24.328,29	31.538,29
Semp Toshiba	4.102,00	2,64	4.104,64	3.157,00	(239,76)	2.917,24	(7.700,00)	(758,85)	(8.458,85)
Springer	14.549,00	(5.865,13)	8.683,87	7.460,00	(736,74)	6.723,26	11.116,00	(1.441,29)	9.674,71
Trafo	(6.563,00)	(4.045,48)	(10.608,48)	(7.960,00)	(1.156,20)	(9.116,20)	3.191,00	(706,21)	2.484,79

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Energia Elétrica									
AES Elpa									
Aes Sul Dist Energ				(75.238,00)	3.503,93	(71.734,07)	(9.488,00)	15.711,86	6.223,86
AES Tiete									
Ampla Energ	(267.401,00)	24.976,88	(242.424,12)	28.285,00	45.425,67	73.710,67	48.940,00	21.887,81	70.827,81
Caiua							16.012,00	31.691,00	47.703,00
CEB	25.135,00	7.229,82	32.364,82	27.670,00	5.892,97	33.562,97	30.591,00	1.904,26	32.495,26
CEEE Energia Eletri	(528.806,00)	182.328,17	(346.477,83)	12.620,00	62.468,55	75.088,55	94.925,00	23.284,01	118.209,01
Celesc	61.984,00	(18.898,38)	43.085,62	42.908,00	(14.343,57)	28.564,43	(56.102,00)	675,23	(55.426,77)
Celg	(45.801,00)	79.284,29	33.483,29	9.443,00	66.039,87	75.482,87	(115.952,00)	15.535,13	(100.416,87)
Celipa				(57.065,00)	18.039,29	(39.025,71)	101.850,00	3.688,97	105.538,97
Celpe	37.278,00	(200,22)	37.077,78	56.648,00	(2.662,81)	53.985,19	58.430,00	1.869,22	60.299,22
Cemat	(277.387,00)	35.497,85	(241.889,15)	45.210,00	20.490,26	65.700,26	2.287,00	4.927,06	7.214,06
Cemig	210.982,00	183.276,65	394.258,65	310.112,00	121.265,01	431.377,01	482.780,00	38.689,55	521.469,55
Cesp	(513.933,00)	945.387,53	431.454,53	1.251.513,00	813.457,85	2.064.970,85	861.372,00	187.077,95	1.048.449,95
Coelba	(250.605,00)	18.020,90	(232.584,11)	89.590,00	70.199,35	159.789,35	190.734,00	19.908,21	210.642,21
Coelce	4.754,00	19.236,41	23.990,41	22.229,00	16.884,16	39.113,16	27.719,00	4.676,99	32.395,99
Copel	193.948,00	126.533,27	320.481,27	302.568,00	79.050,58	381.618,58	403.265,00	32.089,24	435.354,24
Cosern				(93.039,00)	3.631,76	(89.407,24)	86.460,00	2.128,44	88.588,44
CPFL Energia									
CPFL Piratininga									
Elektro							43.200,00	20.348,37	63.548,37
Eletrobras	2.393.485,00	501.541,61	2.895.026,61	3.378.212,00	1.239.269,64	4.617.481,64	1.994.178,00	291.919,57	2.286.097,57
Eletropaulo Metropo							(471.471,00)	42.925,02	(428.545,98)
EMAE							1.832,00	1.117,06	2.949,06
Energias BR									
Escelsa	80.188,00	(3.103,53)	77.084,47	85.523,00	73.611,95	159.134,95	93.429,00	18.590,93	112.019,93
F Cataguazes	10.659,00	3.273,15	13.932,15	13.790,00	34.787,68	48.577,68	(12.169,00)	9.923,78	(2.245,22)
Gera Paranapanema							1,00	19.333,35	19.334,35

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Sector: Energia Elétrica (continuação)									
Inepar Energia				5.655,00	4.793,11	10.448,11	14.026,00	2.060,57	16.086,57
Light	173.293,00	41.777,31	215.070,31	324.358,00	56.563,61	380.921,61	193.058,00	118.520,36	311.578,36
LightPar	198.300,00	(42.325,27)	155.974,73	333.739,00	27.587,74	361.326,74	(66.577,00)	5.362,53	(61.214,47)
Paul F Luz	118.987,00	35.322,91	154.309,91	75.215,00	48.186,01	123.401,01	356.027,00	23.071,37	379.098,37
Rio Grande Energia							58.639,00	10.181,94	68.820,94
Tractebel							7.630,00	22.598,49	30.228,49
Transmissao Paulist							(1,00)	(397,23)	(398,23)
VBC Energia							(151.057,00)	48.881,39	(102.175,61)

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Sector: Energia Elétrica									
AES Elpa							170.319,00	701.231,44	871.550,44
Aes Sul Dist Energ	(353.957,00)	180.821,14	(173.135,86)	(147.952,00)	121.317,04	(26.634,96)	48.042,00	123.929,52	171.971,52
AES Tiete	(195.955,00)	189.353,28	(6.601,72)	53.003,00	82.651,14	135.654,14	35.353,00	86.589,26	121.942,26
Ampla Energ	(61.897,00)	280.221,62	218.324,62	3.421,00	165.005,34	168.426,34	(48.924,00)	211.254,58	162.330,58
Caiua	(59.247,00)	445.366,61	386.119,61	(95.390,00)	225.003,10	129.613,10	(13.798,00)	305.840,39	292.042,39
CEB	21.376,00	19.207,59	40.583,59	25.622,00	12.647,78	38.269,78	42.196,00	24.531,10	66.727,10
CEEE Energia Eletri	(124.995,00)	269.014,03	144.019,03	(103.223,00)	121.516,67	18.293,67	(72.731,00)	144.490,94	71.759,94
Celesc	1.499,00	29.956,61	31.455,61	4.030,00	18.452,91	22.482,91	45.316,00	34.568,04	79.884,04
Celg	(40.844,00)	110.826,96	69.982,96	(65.583,00)	63.325,84	(2.257,16)	(188.765,00)	73.999,54	(114.765,46)
Celpa	28.219,00	35.500,04	63.719,04	(19.297,00)	16.965,37	(2.331,63)	18.909,00	31.354,13	50.263,13
Celpe	67.054,00	24.219,88	91.273,88	(50.397,00)	13.914,73	(36.482,27)	135.627,00	18.169,63	153.796,63
Cemat	(60.280,00)	97.694,73	37.414,73	(115.825,00)	54.042,88	(61.782,12)	5.830,00	66.844,86	72.674,86
Cemig	33.719,00	412.288,35	446.007,35	414.959,00	224.024,28	638.983,28	477.929,00	196.035,42	673.964,42
Cesp	29.199,00	1.470.769,85	1.499.968,85	(414.299,00)	767.637,92	353.338,92	(813.319,00)	884.338,10	71.019,10
Coelba	(82.261,00)	229.155,37	146.894,37	149.643,00	116.257,50	265.900,50	238.791,00	130.434,93	369.225,93
Coelce	74.896,00	69.671,35	144.567,35	83.871,00	42.904,69	126.775,69	115.581,00	67.054,42	182.635,42

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Energia Elétrica (continuação)									
Copel	277.165,00	407.577,91	684.742,91	430.603,00	201.851,29	632.454,29	475.310,00	221.865,90	697.175,90
Cosern	30.476,00	10.729,83	41.205,83	70.840,00	(9.679,75)	61.160,25	102.932,00	(8.368,26)	94.563,74
CPFL Energia	(105.698,00)	227.062,21	121.364,21	(216.231,00)	127.809,35	(88.421,65)	(232.870,00)	213.385,64	(19.484,36)
CPFL Piratininga							56.905,00	60.042,63	116.947,63
Elektro	(320.391,00)	121.341,90	(199.049,10)	(63.189,00)	79.824,63	16.635,63	25.416,00	164.994,65	190.410,65
Eletrobras	580.589,00	3.055.471,50	3.636.060,50	2.455.813,00	1.710.836,57	4.166.649,57	3.251.336,00	2.043.673,42	5.295.009,42
Eletropaulo Metropo	404.361,00	655.849,51	1.060.210,51	238.884,00	347.670,88	586.554,88	567.382,00	371.601,88	938.983,88
EMAE	(6.683,00)	9.971,01	3.288,01	15.253,00	5.396,47	20.649,47	17.498,00	837,20	18.335,20
Energias BR									
Escelsa	(131.111,00)	217.204,54	86.093,54	3.752,00	127.228,30	130.980,30	(26.136,00)	144.463,59	118.327,59
F Cataguazes	(34.395,00)	141.666,93	107.271,93	33.917,00	129.554,43	163.471,43	(736,00)	151.095,57	150.359,57
Gera Paranapanema	(105.054,00)	220.494,70	115.440,70	33.246,00	126.511,34	159.757,34	22.449,00	126.815,21	149.264,21
Inepar Energia	(1.690,00)	18.990,10	17.300,10	(12.839,00)	(14.365,53)	(27.204,53)	(50.930,00)	(703,77)	(51.633,77)
Light	(253.220,00)	1.584.121,14	1.330.901,14	(272.054,00)	813.162,94	541.108,94	(951.460,00)	398.230,46	(553.229,54)
LightPar	(11.221,00)	76.006,58	64.785,58	(3.233,00)	36.835,85	33.602,85	(4.552,00)	38.567,15	34.015,15
Paul F Luz	124.237,00	212.047,12	336.284,12	77.886,00	147.424,44	225.310,44	8.883,00	389.191,30	398.074,30
Rio Grande Energia	(57.470,00)	109.366,09	51.896,09	(58.396,00)	58.240,22	(155,78)	(16.235,00)	65.721,45	49.486,45
Tractebel	(72.585,00)	298.642,60	226.057,60	162.801,00	231.284,80	394.085,80	582.274,00	258.409,63	840.683,63
Transmissao Paulist	19.499,00	(10.920,74)	8.578,26	34.052,00	(9.499,83)	24.552,17	70.959,00	2.587,00	73.546,00
VBC Energia	(294.009,00)	416.362,51	122.353,51	(115.643,00)	238.674,39	123.031,39	422.361,00	263.823,87	686.184,87

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Energia Elétrica									
AES Elpa	(1.321.903,00)	1.522.712,13	200.809,13	(198.794,00)	517.513,89	318.719,89	(57.049,00)	838.955,07	781.906,07
Aes Sul Dist Energ	(1.019.510,00)	409.095,92	(610.414,08)	288.126,00	188.262,19	476.388,19	(131.361,00)	252.282,17	120.921,17
AES Tiete	(2.522,00)	261.270,17	258.748,17	195.371,00	84.411,13	279.782,13	291.512,00	138.475,35	429.987,35
Ampla Energ	(386.017,00)	293.659,39	(92.357,61)	(75.376,00)	117.394,56	42.018,56	33.183,00	140.092,77	173.275,77
Caiua	(335.661,00)	778.888,74	443.227,74	(189.486,00)	252.532,81	63.046,81	(199.449,00)	382.713,14	183.264,14

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Energia Elétrica (continuação)									
CEB	(174.410,00)	56.126,80	(118.283,20)	(21.202,00)	22.950,43	1.748,43	(19.557,00)	42.868,63	23.311,63
CEEE Energia Eletri	(171.571,00)	390.551,87	218.980,87	(145.325,00)	125.267,66	(20.057,34)	1.565,00	214.330,06	215.895,06
Celesc	(290.595,00)	121.273,14	(169.321,86)	168.189,00	62.392,84	230.581,84	200.969,00	69.066,04	270.035,04
Celg	(454.773,00)	242.259,99	(212.513,01)	308.372,00	106.415,86	414.787,86	77.413,00	98.893,34	176.306,34
Celipa	(38.593,00)	66.472,12	27.879,12	58.300,00	22.342,15	80.642,15	(124.663,00)	27.358,97	(97.304,03)
Celpe	12.883,00	185.289,92	198.172,92	97.882,00	(1.854,87)	96.027,13	76.687,00	(7.944,42)	68.742,58
Cemat	(111.685,00)	148.860,76	37.175,76	(50.423,00)	50.655,04	232,04	20.846,00	61.677,53	82.523,53
Cemig	(1.001.833,00)	570.173,68	(431.659,32)	1.197.642,00	287.516,95	1.485.158,95	1.384.801,00	445.323,11	1.830.124,11
Cesp	(3.417.524,00)	2.501.651,07	(915.872,93)	627.680,00	985.468,73	1.613.148,73	34.059,00	1.454.372,08	1.488.431,08
Coelba	121.203,00	432.825,57	554.028,57	164.323,00	51.526,83	215.849,83	343.356,00	105.256,50	448.612,50
Coelce	83.342,00	116.860,82	200.202,82	91.440,00	31.498,92	122.938,92	36.529,00	51.569,97	88.098,97
Copel	(320.019,00)	287.397,85	(32.621,15)	171.137,00	103.184,41	274.321,41	374.148,00	169.383,32	543.531,32
Cosern	30.705,00	35.906,24	66.611,24	57.825,00	(16.788,81)	41.036,20	112.873,00	(10.309,41)	102.563,59
CPFL Energia	(696.063,00)	1.305.216,80	609.153,80	(297.392,00)	274.744,51	(22.647,49)	278.919,00	352.771,21	631.690,21
CPFL Piratininga	(61.266,00)	86.550,85	25.284,85	108.820,00	37.443,92	146.263,92	93.154,00	19.542,89	112.696,89
Elektro	(939.778,00)	401.662,82	(538.115,18)	357.282,00	183.830,65	541.112,65	259.812,00	214.610,87	474.422,87
Eletrobras	1.100.340,00	6.642.722,96	7.743.062,96	323.125,00	1.468.820,70	1.791.945,70	1.293.314,00	2.182.431,54	3.475.745,54
Eletropaulo Metropo	(871.079,00)	673.322,42	(197.756,58)	86.275,00	240.002,35	326.277,35	5.635,00	370.147,31	375.782,31
EMAE	38.495,00	571,78	39.066,78	(25.274,00)	(1.966,86)	(27.240,86)	9.180,00	(414,85)	8.765,15
Energias BR	(4.377,00)	25.847,73	21.470,73	(156.421,00)	140.218,37	(16.202,63)	106.875,00	320.977,27	427.852,27
Escelsa	(509.252,00)	319.435,82	(189.816,18)	176.928,00	135.383,07	312.311,07	156.308,00	203.557,29	359.865,29
F Cataguazes	(72.978,00)	378.452,39	305.474,39	16.946,00	117.318,19	134.264,19	(18.618,00)	194.548,34	175.930,34
Gera Paranapanema	(61.278,00)	292.708,90	231.430,90	85.517,00	90.702,52	176.219,52	46.610,00	126.907,94	173.517,94
Inepar Energia	(132.463,00)	(18.337,52)	(150.800,52)	(58.263,00)	1.552,61	(56.710,39)	12.744,00	(13.785,62)	(1.041,62)
Light	(1.255.576,00)	574.831,34	(680.744,66)	(488.403,00)	263.515,03	(224.887,97)	(97.606,00)	477.949,17	380.343,17
LightPar	3.900,00	93.612,36	97.512,36	2.908,00	25.513,47	28.421,47	1.618,00	40.046,83	41.664,83
Paul F Luz	(382.096,00)	662.097,38	280.001,38	(40.780,00)	179.364,80	138.584,80	323.050,00	247.252,10	570.302,10
Rio Grande Energia	(85.972,00)	153.374,23	67.402,23	(23.158,00)	50.532,64	27.374,64	30.752,00	67.768,49	98.520,49
Tractebel	(183.521,00)	545.271,95	361.750,95	517.154,00	213.265,74	730.419,74	775.192,00	318.804,66	1.093.996,66
Transmissao Paulist	168.137,00	16.099,80	184.236,80	222.376,00	9.112,26	231.488,26	348.778,00	2.195,89	350.973,89
VBC Energia	(542.233,00)	737.641,34	195.408,34	(219.929,00)	198.922,46	(21.006,54)	260.253,00	250.615,50	510.868,50

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Minerais não Metálicos									
Chiarelli							(2.016,00)	(52,05)	(2.068,05)
Eternit	52.422,00	(6.767,52)	45.654,48	55.492,00	(2.581,72)	52.910,28	69.773,00	(328,49)	69.444,51
Nadir Figueiredo				348,00	(313,49)	34,51	6.202,00	(74,09)	6.127,91
Portobello	(2.843,00)	875,81	(1.967,19)	2.377,00	688,83	3.065,83	(7.040,00)	140,92	(6.899,08)

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Chiarelli	15,00	(407,60)	(392,60)	42,00	(376,42)	(334,42)	(874,00)	(427,34)	(1.301,34)
Eternit	99.440,00	9.595,80	109.035,80	52.386,00	(2.256,84)	50.129,16	38.039,00	(1.846,52)	36.192,48
Nadir Figueiredo	8.945,00	(1.199,80)	7.745,20	6.254,00	(1.085,25)	5.168,75	8.958,00	(1.711,32)	7.246,68
Portobello	(5.563,00)	7.233,58	1.670,58	(26.132,00)	8.294,82	(17.837,18)	(11.301,00)	8.866,10	(2.434,90)

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Minerais não Metálicos									
Chiarelli	998,00	(1.148,84)	(150,83)	(9.446,00)	154,43	(9.291,57)	(6.907,00)	1.455,72	(5.451,28)
Eternit	53.308,00	(3.093,14)	50.214,86	28.056,00	(2.938,15)	25.117,85	33.315,00	(4.808,09)	28.506,91
Nadir Figueiredo	6.291,00	(5.507,28)	783,72	6.627,00	(2.378,51)	4.248,49	15.685,00	(2.231,68)	13.453,32
Portobello	(34.188,00)	25.895,27	(8.292,73)	144,00	9.094,41	9.238,41	4.025,00	12.298,61	16.323,61

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Mineração									
Caemi	(49.341,00)	56.482,79	7.141,79	6.228,00	36.742,43	42.970,43	21.868,00	7.643,60	29.511,60
Magnesita	15.868,00	(9.066,15)	6.801,85	27.422,00	(6.861,63)	20.560,37	29.943,00	(1.359,89)	28.583,11
Vale Rio Doce	516.990,00	253.143,15	770.133,15	756.000,00	200.239,60	956.239,60	1.029.400,00	61.624,24	1.091.024,24

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Caemi	62.536,00	120.191,07	182.727,07	84.533,00	69.375,47	153.908,47	82.935,00	79.114,78	162.049,78
Magnesita	36.653,00	(21.467,46)	15.185,54	48.512,00	(12.334,18)	36.177,82	38.522,00	(13.994,55)	24.527,45
Vale Rio Doce	1.251.199,00	751.235,99	2.002.434,99	2.132.657,00	720.344,00	2.853.001,00	3.050.710,00	855.724,58	3.906.434,58

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Caemi	(322.853,00)	82.895,18	(239.957,82)	442.147,00	62.154,01	504.301,01	606.831,00	145.088,63	751.919,63
Magnesita	99.067,00	(13.448,24)	85.618,76	88.627,00	(5.274,98)	83.352,02	107.586,00	(7.691,27)	99.894,73
Vale Rio Doce	2.043.256,00	2.415.927,64	4.459.183,64	4.508.850,00	1.139.417,49	5.648.267,49	6.459.519,00	2.046.037,09	8.505.556,09

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Máquinas Industriais									
Bardella	7.221,00	(12.241,15)	(5.020,15)	21.823,00	(9.424,28)	12.398,72	20.086,00	(1.786,63)	18.299,37
Embraco	25.586,00	10.444,19	36.030,19	55.187,00	6.997,69	62.184,69	73.945,00	2.363,51	76.308,51
Inds Romi	9.493,00	(5.739,44)	3.753,56	11.661,00	(5.682,71)	5.978,29	(1.516,00)	(1.380,00)	(2.896,00)
Nordon Met	(22.282,00)	(1.014,08)	(23.296,08)	(29.484,00)	279,15	(29.204,85)	(14.573,00)	(452,98)	(15.025,98)
Weg	40.660,00	(1.797,98)	38.862,02	58.494,00	(648,14)	57.845,86	97.531,00	731,57	98.262,57

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Bardella	19.854,00	(27.849,27)	(7.995,27)	18.837,00	(12.853,48)	5.983,52	5.931,00	(13.766,48)	(7.835,48)
Embraco	56.537,00	34.636,07	91.173,07	76.401,00	10.178,87	86.579,87	158.206,00	22.996,58	181.202,58
Inds Romi	(5.300,00)	(16.861,76)	(22.161,76)	16.346,00	(8.738,95)	7.607,05	18.093,00	(10.778,87)	7.314,13
Nordon Met	(9.742,00)	(2.650,47)	(12.392,47)	(7.838,00)	(408,37)	(8.246,37)	(3.039,00)	(1.072,55)	(4.111,55)
Weg	81.997,00	(5.523,04)	76.473,96	125.426,00	(2.309,96)	123.116,04	175.683,00	(4.025,42)	171.657,58

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Bardella	14.039,00	(32.328,75)	(18.289,75)	1.929,00	(9.365,58)	(7.436,58)	7.464,00	(13.305,88)	(5.841,88)
Embraco	249.420,00	132.925,76	382.345,76	85.257,00	22.782,83	108.039,83	29.246,00	24.864,20	54.110,20
Inds Romi	24.164,00	(30.494,31)	(6.330,31)	47.993,00	(9.436,81)	38.556,19	69.567,00	(17.138,60)	52.428,40
Nordon Met	(9.080,00)	(4.112,04)	(13.192,04)	(6.598,00)	(528,31)	(7.126,31)	(3.988,00)	(85,40)	(4.073,40)
Weg	220.326,00	(16.699,57)	203.626,43	307.809,00	(4.816,07)	302.992,93	402.654,00	(9.385,22)	393.268,78

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Papel e Celulose									
Aracruz	47.000,00	36.013,80	83.013,80	15.305,00	35.297,60	50.602,60	(70.989,00)	6.319,13	(64.669,87)
Celulose Irani	1.057,00	1.869,83	2.926,83	1.113,00	1.452,32	2.565,32	650,00	436,65	1.086,65
Klabin	35.367,00	76.843,65	112.210,65	(4.112,00)	65.671,48	61.559,48	(34.229,00)	13.787,68	(20.441,32)
Melhoramentos SP									
Melpaper	(17.453,00)	3.121,82	(14.331,18)	(8.739,00)	3.544,55	(5.194,45)	(20.767,00)	944,54	(19.822,46)
Ripasa	(39.358,00)	12.952,65	(26.405,35)	(31.882,00)	9.440,66	(22.441,34)	(49.469,00)	1.837,63	(47.631,37)
Suzano Papel	6.831,00	218.929,10	225.760,10	4.641,00	69.273,93	73.914,93	(46.038,00)	19.692,14	(26.345,86)
Votorantim C P	(21.979,00)	10.080,13	(11.898,87)	17.412,00	15.607,84	33.019,84	(7.066,00)	4.157,03	(2.908,97)

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Aracruz	68.088,00	61.097,24	129.185,24	454.608,00	64.440,39	519.048,39	210.574,00	120.989,75	331.563,75
Celulose Irani	4.011,00	6.278,26	10.289,26	3.513,00	5.850,31	9.363,31	(1.033,00)	6.199,75	5.166,75
Klabin	(116.464,00)	218.587,45	102.123,45	13.735,00	202.926,35	216.661,35	78.610,00	224.491,59	303.101,59
Melhoramentos SP				(12.825,00)	23.775,09	10.950,09	(7.441,00)	13.394,26	5.953,26
Melpaper	(29.303,00)	19.519,64	(9.783,36)	(2.675,00)	12.505,29	9.830,29	(9.102,00)	3.540,26	(5.561,74)
Ripasa	79.616,00	38.227,08	117.843,08	109.482,00	2.718,03	112.200,03	110.719,00	13.028,29	123.747,29
Suzano Papel	89.494,00	171.490,41	260.984,41	499.009,00	61.028,81	560.037,81	305.300,00	221.773,03	527.073,03
Votorantim C P	161.435,00	51.830,87	213.265,87	393.779,00	17.134,42	410.913,42	375.694,00	127.723,54	503.417,54

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Aracruz	12.110,00	442.227,53	454.337,53	870.235,00	292.281,01	1.162.516,01	1.068.497,00	482.942,61	1.551.439,61
Celulose Irani	(4.657,00)	13.788,40	9.131,40	12.606,00	4.329,74	16.935,74	17.330,00	9.414,34	26.744,34
Klabin	(208.296,00)	513.717,28	305.421,28	1.000.879,00	81.132,04	1.082.011,04	455.544,00	38.065,88	493.609,88
Melhoramentos SP	(8.803,00)	34.819,74	26.016,74	4.879,00	21.453,06	26.332,06	2.695,00	34.442,04	37.137,04
Melpaper	1.668,00	11.296,88	12.964,88	4.931,00	2.489,65	7.420,65	2.399,00	4.111,46	6.510,46
Ripasa	93.174,00	172.656,96	265.830,96	124.416,00	42.865,74	167.281,74	78.167,00	48.934,60	127.101,60
Suzano Papel	55.078,00	380.762,74	435.840,74	586.518,00	130.352,21	716.870,21	602.959,00	163.563,71	766.522,71
Votorantim C P	282.882,00	551.148,44	834.030,44	852.937,00	176.061,96	1.028.998,96	789.677,00	242.514,12	1.032.191,12

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Sector: Petróleo e Gás									
CEG				(86.065,00)	3.017,51	(83.047,49)	22.103,00	322,06	22.425,06
Comgas	(1.706,00)	20.403,78	18.697,78	7.353,00	11.098,97	18.451,97	(1.506,00)	2.538,20	1.032,20
Ipiranga Dist	43.806,00	33.938,06	77.744,06	70.508,00	31.290,34	101.798,34	79.987,00	12.247,72	92.234,72
Ipiranga Pet	106.768,00	(8.463,80)	98.304,20	169.061,00	(5.554,20)	163.506,80	198.498,00	4.308,86	202.806,86
Ipiranga Ref	19.141,00	4.887,24	24.028,24	37.162,00	9.823,18	46.985,18	106.338,00	15.178,97	121.516,97
Petrobras	668.609,00	(417.975,79)	250.633,21	1.510.983,00	(233.590,45)	1.277.392,55	1.388.629,00	13.718,53	1.402.347,53
Petroleo Manguinhos				29.773,00	1.634,08	31.407,08	17.201,00	501,24	17.702,24
Wlm Ind Com	(12.867,00)	791,46	(12.075,54)	(7.453,00)	1.291,87	(6.161,13)	(1.761,00)	436,82	(1.324,18)

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
CEG	13.810,00	8.498,75	22.308,75	53.934,00	11.593,01	65.527,01	54.063,00	18.007,50	72.070,50
Comgas	(116.820,00)	28.894,75	(87.925,25)	45.252,00	29.772,40	75.024,40	64.250,00	48.936,99	113.186,99
Ipiranga Dist	86.632,00	131.741,10	218.373,10	60.726,00	58.645,94	119.371,94	60.584,00	62.378,89	122.962,89
Ipiranga Pet	96.697,00	10.073,76	106.770,76	46.404,00	(3.656,87)	42.747,13	24.420,00	(219,96)	24.200,04
Ipiranga Ref	48.936,00	253.900,39	302.836,39	44.135,00	122.992,35	167.127,35	16.534,00	140.948,18	157.482,18
Petrobras	1.756.652,00	2.020.722,73	3.777.374,73	9.942.392,00	1.226.647,77	11.169.039,77	9.867.038,00	1.192.999,29	11.060.037,29
Petroleo Manguinhos	26.621,00	2.966,12	29.587,12	36.016,00	502,25	36.518,25	60.043,00	(931,22)	59.111,78
Wlm Ind Com	(15.163,00)	4.694,05	(10.468,95)	866,00	3.996,93	4.862,93	(13.861,00)	3.666,21	(10.194,79)

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
CEG	44.254,00	57.667,82	101.921,82	74.681,00	29.312,68	103.993,68	73.757,00	68.790,08	142.547,08
Comgas	107.745,00	146.655,26	254.400,26	103.471,00	49.326,80	152.797,80	241.750,00	109.203,60	350.953,60
Ipiranga Dist	58.574,00	149.273,81	207.847,81	97.844,00	41.634,47	139.478,47	138.041,00	70.229,79	208.270,79
Ipiranga Pet	(68.730,00)	(3.744,41)	(72.474,41)	148.436,00	8.204,78	156.640,78	317.891,00	17.791,43	335.682,43
Ipiranga Ref	(298.045,00)	330.459,09	32.414,09	106.937,00	106.956,73	213.893,73	215.886,00	156.326,95	372.212,95
Petrobras	8.097.791,00	4.528.693,57	12.626.484,57	17.794.669,00	2.837.472,20	20.632.141,20	17.860.754,00	4.382.443,33	22.243.197,33
Petroleo Manguinhos	19.924,00	(14.952,29)	4.971,71	15.514,00	(4.274,05)	11.239,95	18.946,00	(8.181,20)	10.764,80
Wlm Ind Com	(394,00)	7.574,92	7.180,92	(15.878,00)	2.586,09	(13.291,91)	166.592,00	2.295,00	168.887,00

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Química									
Bombril	22.289,00	(2.650,75)	19.638,25	30.696,00	33.868,47	64.564,47	20.972,00	(6.196,05)	14.775,95
Braskem	6.345,00	52.289,24	58.634,24	65.705,00	43.746,48	109.451,48	(4.513,00)	8.131,10	3.618,10
Copesul	89.808,00	(7.830,20)	81.977,80	125.038,00	17.767,92	142.805,92	94.251,00	13.168,40	107.419,40
Elekeiroz	(13.583,00)	1.406,96	(12.176,04)	(5.008,00)	2.045,85	(2.962,15)	(35.371,00)	(696,26)	(36.067,26)
Fertibras	13.556,00	7.350,83	20.906,83	8.831,00	5.753,09	14.584,09	10.610,00	1.471,32	12.081,32
Fosfertil	96.147,00	20.200,01	116.347,01	91.252,00	20.645,62	111.897,62	67.018,00	6.183,58	73.201,58
M&G Poliest	(88.238,00)	27.093,67	(61.144,33)	(155.991,00)	18.142,22	(137.848,78)	(28.579,00)	3.437,75	(25.141,25)
Millennium	(8.005,00)	3.073,58	(4.931,42)	(3.519,00)	3.442,30	(76,70)	3.779,00	653,49	4.432,49
Petroflex	(36.176,00)	10.371,60	(25.804,40)	(24.425,00)	10.049,38	(14.375,62)	(33.992,00)	1.608,79	(32.383,21)
Petroquímica Uniao	(32.257,00)	25.199,96	(7.057,04)	15.060,00	27.408,22	42.468,22	48.166,00	6.329,45	54.495,45
Petroquisa	203.684,00	(328.687,97)	(125.003,97)	950.611,00	(272.144,17)	678.466,83	1.103.617,00	(48.715,44)	1.054.901,56
Polialden	3.235,00	(2.237,89)	997,11	2.337,00	(2.216,25)	120,75	6.888,00	(307,34)	6.580,66
Politeno	12.847,00	33.696,41	46.543,41	17.415,00	24.615,71	42.030,71	35.613,00	3.884,59	39.497,59
Pronor	(42.664,00)	57.797,48	15.133,48	(917,00)	52.767,88	51.850,88	(28.121,00)	9.832,50	(18.288,50)
Suzano Petroquim									
Trorion				(42.396,00)	9.659,15	(32.736,85)	(42.800,00)	2.182,42	(40.617,58)
Ultrapar							44.472,00	6.939,45	51.411,45
Unipar	6.789,00	17.785,03	24.574,03	(51.988,00)	9.959,77	(42.028,23)	40.568,00	2.309,37	42.877,37
Yara Brasil	(48.923,00)	4.315,13	(44.607,88)	1.383,00	1.479,24	2.862,24	(52.197,00)	404,93	(51.792,07)

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Química (continuação)									
Bombril	192.749,00	(85.799,48)	106.949,52	83.124,00	(61.543,22)	21.580,78	160.829,00	(74.927,84)	85.901,16
Braskem	165.876,00	86.346,41	252.222,41	227.627,00	24.419,25	252.046,25	(28.237,00)	194.402,83	166.165,83
Copesul	139.766,00	228.288,40	368.054,40	99.357,00	99.305,16	198.662,16	(19.952,00)	89.424,61	69.472,61
Elekeiroz	8.005,00	(2.267,27)	5.737,73	2.272,00	(2.629,63)	(357,63)	(1.953,00)	(2.837,22)	(4.790,22)
Fertibras	10.111,00	17.366,91	27.477,91	14.277,00	10.002,37	24.279,37	12.108,00	11.935,77	24.043,77
Fosfertil	119.949,00	78.569,50	198.518,50	98.287,00	38.094,66	136.381,66	136.882,00	44.782,82	181.664,82
M&G Poliest	(177.767,00)	21.754,72	(156.012,28)	23.425,00	29.934,88	53.359,88	8.752,00	27.634,15	36.386,15
Millennium	19.921,00	7.167,21	27.088,21	21.051,00	1.766,65	22.817,65	29.987,00	2.531,88	32.518,88
Petroflex	(125,00)	24.763,41	24.638,41	(19.058,00)	12.517,25	(6.540,75)	10.979,00	18.084,56	29.063,56
Petroquímica Uniao	72.005,00	72.236,06	144.241,06	131.944,00	36.800,67	168.744,67	80.020,00	32.921,93	112.941,93
Petroquisa	578.171,00	(717.521,46)	(139.350,46)	463.729,00	(388.390,27)	75.338,73	631.106,00	(41.737,80)	589.368,20
Polialden	30.674,00	(5.312,54)	25.361,46	38.126,00	32.114,60	70.240,60	162.270,00	(12.365,18)	149.904,82
Politeno	27.829,00	32.241,07	60.070,07	68.699,00	11.673,76	80.372,76	47.239,00	27.168,65	74.407,65
Pronor	(35.449,00)	126.643,45	91.194,45	(42.421,00)	55.992,20	13.571,20	(11.088,00)	66.597,75	55.509,75
Suzano Petroquim							(47.118,00)	14.696,24	(32.421,76)
Trorion	(74.780,00)	33.910,44	(40.869,56)	(74.271,00)	23.922,58	(50.348,42)	(109.101,00)	33.031,44	(76.069,56)
Ultrapar	87.922,00	8.797,80	96.719,80	128.497,00	1.834,95	130.331,95	132.201,00	20.495,80	152.696,80
Unipar	172.016,00	22.049,97	194.065,97	111.080,00	4.315,82	115.395,82	112.916,00	1.004,74	113.920,74
Yara Brasil	(122.451,00)	27.555,02	(94.895,98)	477,00	7.996,51	8.473,51	(4.944,00)	520,52	(4.423,48)

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Química (continuação)									
Bombril	603.595,00	(231.385,67)	372.209,33	(1.853.463,00)	(114.434,04)	(1.967.897,04)	(483.729,00)	42.863,54	(440.865,46)
Braskem	(957.675,00)	1.640.990,63	683.315,63	215.135,00	513.190,43	728.325,43	690.857,00	614.734,21	1.305.591,21
Copesul	299,00	147.851,63	148.150,63	167.805,00	34.120,78	201.925,78	546.676,00	81.204,16	627.880,16
Elekeiroz	(66.985,00)	(11.409,38)	(78.394,38)	30.576,00	541,10	31.117,10	70.839,00	420,79	71.259,79
Fertibras	(14.215,00)	27.952,61	13.737,61	68.130,00	11.800,23	79.930,23	81.147,00	17.424,99	98.571,99
Fosfertil	258.254,00	138.606,55	396.860,55	327.126,00	27.521,08	354.647,08	451.395,00	64.541,18	515.936,18
M&G Poliest	(64.014,00)	54.284,17	(9.729,83)	84.866,00	25.939,13	110.805,13	63.336,00	19.180,68	82.516,68
Millennium	50.739,00	9.424,41	60.163,41	46.519,00	(436,16)	46.082,84	57.953,00	(3.116,92)	54.836,08
Petroflex	29.665,00	43.552,73	73.217,73	60.534,00	12.512,15	73.046,15	98.253,00	22.313,74	120.566,74
Petroquímica Uniao	4.904,00	100.031,04	104.935,04	74.337,00	34.661,58	108.998,58	186.537,00	59.063,52	245.600,52
Petroquisa	(151.538,00)	60.935,79	(90.602,21)	257.995,00	62.609,32	320.604,32	317.712,00	90.467,60	408.179,60
Polialden	33.754,00	(74.190,18)	(40.436,18)	75.382,00	(23.738,11)	51.643,89	54.593,00	(40.922,13)	13.670,87
Politeno	45.596,00	(45.423,09)	172,91	66.197,00	(12.162,01)	54.034,99	95.804,00	(17.706,40)	78.097,60
Pronor	(57.970,00)	8.388,87	(49.581,13)	(10.170,00)	7.101,43	(3.068,57)	48.973,00	11.508,09	60.481,09
Suzano Petroquim	119.999,00	48.121,93	168.120,93	2.122,00	27.875,43	29.997,43	109.064,00	57.524,34	166.588,34
Trorion	(185.944,00)	112.515,32	(73.428,68)	(185.265,00)	46.716,27	(138.548,73)			
Ultrapar	222.300,00	(19.846,59)	202.453,41	246.379,00	(457,99)	245.921,01	414.479,00	(842,91)	413.636,09
Unipar	103.155,00	80.024,94	183.179,94	101.243,00	41.249,79	142.492,79	204.047,00	79.637,45	283.684,45
Yara Brasil	44.911,00	6.334,44	51.245,44	82.530,00	537,81	83.067,81	96.692,00	6.234,94	102.926,94

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Siderurgia e Metalurgia									
Acesita	2.812,00	160.571,63	163.383,63	2.645,00	132.315,59	134.960,59	(618.646,00)	10.818,81	(607.827,19)
Aco Altona	(10.939,00)	3.287,24	(7.651,76)	(5.930,00)	3.380,96	(2.549,04)	1,00	779,35	780,35
Acos Villares	(224.102,00)	10.304,43	(213.797,57)	(31.279,00)	24.386,67	(6.892,33)	(183.170,00)	4.160,11	(179.009,89)
Aliperti				3.624,00	1.203,23	4.827,23	2.524,00	263,15	2.787,15
Arcelor BR	8.979,00	107.078,54	116.057,54	47.200,00	103.876,63	151.076,63	67.044,00	35.089,29	102.133,29
Caraiba Metais	1.570,00	6.635,40	8.205,40	1.281,00	5.809,64	7.090,64	1.357,00	1.570,52	2.927,52
CBC Cartucho							(1.729,00)	(98,62)	(1.827,62)
Confab	22.445,00	(3.208,59)	19.236,41	35.851,00	(3.027,23)	32.823,77	59.152,00	(346,00)	58.806,00
Eluma	16.519,00	701,71	17.220,71	(93.727,00)	1.639,47	(92.087,53)	(27.817,00)	464,66	(27.352,34)
Ferbasa	5.568,00	(2.164,37)	3.403,63	2.522,00	(2.204,51)	317,49	(550,00)	(490,05)	(1.040,05)
Ferragens Haga				(1.082,00)	4.258,06	3.176,06	(2.146,00)	958,49	(1.187,51)
Fibam	239,00	316,47	555,47	177,00	239,73	416,73	50,00	26,59	76,59
Forjas Taurus	(60,00)	(4.226,68)	(4.286,68)	6.732,00	(3.252,23)	3.479,77	13.063,00	(714,39)	12.348,61
Gazola				(2.878,00)	549,33	(2.328,67)	(2.942,00)	(133,91)	(3.075,91)
Gerdau	62.478,00	34.283,92	96.761,92	134.996,00	20.401,33	155.397,33	190.293,00	10.998,63	201.291,63
Gerdau Met	45.862,00	131.316,48	177.178,48	77.787,00	80.696,86	158.483,86	122.323,00	24.900,08	147.223,08
Hercules	(34.274,00)	16.457,00	(17.817,00)	(36.215,00)	15.315,37	(20.899,63)	(38.018,00)	3.440,21	(34.577,79)
Kepler Weber	(6.587,00)	(2.477,21)	(9.064,21)	3.850,00	(658,17)	3.191,83	(2.228,00)	(150,86)	(2.378,86)
Mangels	(6.500,00)	(875,34)	(7.375,34)	2.503,00	61,71	2.564,71	(6.500,00)	145,86	(6.354,14)
Met Duque				6.487,00	(85,20)	6.401,80	5.724,00	80,22	5.804,22
Metal Iguacu				1.441,00	(396,89)	1.044,11	3.063,00	(35,28)	3.027,72
Metisa	1.536,00	(447,75)	1.088,25	2.007,00	(268,68)	1.738,32	2.883,00	(37,94)	2.845,06
Micheletto	1.487,00	(140,88)	1.346,12	129,00	(108,91)	20,09	227,00	(2,79)	224,21
Mundial	(24.856,00)	583,59	(24.272,41)	(10.499,00)	2.120,51	(8.378,49)	(14.368,00)	548,45	(13.819,55)
Panatlantica				1.709,00	(298,30)	1.410,70	858,00	(35,86)	822,14
Paranapanema	(79.521,00)	42.584,73	(36.936,27)	(374.486,00)	30.583,92	(343.902,08)	(58.738,00)	8.093,79	(50.644,21)
Rimet	(12.204,00)	3.271,28	(8.932,72)	(32.038,00)	1.794,98	(30.243,02)	(38.270,00)	256,81	(38.013,19)
Sam Industr	(267,00)	1.436,54	1.169,54	(25.035,00)	(7.448,73)	(32.483,73)	(3.434,00)	(1.863,18)	(5.297,18)
Sid Nacional	254.653,00	9.490,01	264.143,01	457.013,00	115.507,21	572.520,21	434.990,00	34.083,09	469.073,09
Tekno				2.175,00	(1.312,74)	862,26	2.349,00	(311,66)	2.037,34
Usiminas	237.236,00	286.984,64	524.220,64	352.075,00	282.157,94	634.232,94	318.669,00	80.171,85	398.840,85

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Siderurgia e Metalurgia (continuação)									
Acesita	(389.938,00)	391.906,35	1.968,35	(13.650,00)	214.338,15	200.688,15	(326.299,00)	258.778,94	(67.520,06)
Aco Altona	(15.002,00)	8.951,52	(6.050,48)	(13.118,00)	5.890,29	(7.227,71)	(6.100,00)	7.731,57	1.631,57
Acos Villares	(220.561,00)	78.794,78	(141.766,22)	18.771,00	41.704,29	60.475,29	15.132,00	45.842,58	60.974,58
Aliperti	3.414,00	2.481,36	5.895,36	2.126,00	250,98	2.376,98	5.089,00	(795,29)	4.293,71
Arcelor BR	(45.750,00)	509.382,18	463.632,18	591.735,00	110.053,80	701.788,80	193.512,00	78.430,04	271.942,04
Caraiba Metais	(21.838,00)	14.607,69	(7.230,31)	30.697,00	10.633,59	41.330,59	43.605,00	11.738,58	55.343,58
CBC Cartucho	(599,00)	(782,21)	(1.381,21)	2.899,00	(232,55)	2.666,45	2.864,00	(579,70)	2.284,30
Confab	36.494,00	(11,99)	36.482,01	236,00	(6.091,48)	(5.855,48)	72.483,00	(2.882,36)	69.600,64
Eluma	(45.831,00)	(15.665,76)	(61.496,76)	(17.110,00)	(4.378,74)	(21.488,74)	(7.784,00)	(6.607,54)	(14.391,54)
Ferbasa	13.573,00	(7.950,42)	5.622,58	18.093,00	(5.513,87)	12.579,13	37.018,00	(8.912,90)	28.105,10
Ferragens Haga	(6.980,00)	11.474,26	4.494,26	(6.788,00)	6.241,82	(546,18)	(7.363,00)	7.293,52	(69,48)
Fibam	(175,00)	267,87	92,87	135,00	16,46	151,46	167,00	(28,70)	138,30
Forjas Taurus	14.640,00	(10.317,44)	4.322,56	19.237,00	(6.462,81)	12.774,19	27.892,00	(5.731,13)	22.160,87
Gazola	32,00	(1.029,09)	(997,09)	(6.549,00)	(500,29)	(7.049,29)	(1.458,00)	198,33	(1.259,67)
Gerdau	352.751,00	453.243,27	805.994,27	392.942,00	226.724,18	619.666,18	464.006,00	420.701,63	884.707,63
Gerdau Met	206.816,00	629.088,10	835.904,10	217.967,00	323.121,58	541.088,58	253.312,00	528.474,65	781.786,65
Hercules	87.050,00	45.163,01	132.213,01	(25.934,00)	13.864,26	(12.069,74)	(25.899,00)	17.877,18	(8.021,82)
Kepler Weber	(39.885,00)	(2.397,60)	(42.282,60)	1.009,00	(2.566,13)	(1.557,13)	12.150,00	(1.479,40)	10.670,60
Mangels	4.948,00	10.064,57	15.012,57	3.222,00	3.801,52	7.023,52	1.575,00	3.286,19	4.861,19
Met Duque	2.818,00	944,73	3.762,73	3.384,00	(187,67)	3.196,33	4.798,00	149,86	4.947,86
Metal Iguacu	4.320,00	(338,43)	3.981,57	7.198,00	(353,29)	6.844,71	5.768,00	(895,23)	4.872,77
Metisa	3.327,00	(654,67)	2.672,33	3.941,00	(486,37)	3.454,63	5.071,00	(451,67)	4.619,33
Micheletto	(1.627,00)	464,97	(1.162,03)	(4.087,00)	243,33	(3.843,67)	(2.023,00)	578,45	(1.444,55)
Mundial	51.671,00	23.018,88	74.689,88	1.305,00	(880,63)	424,37	3.045,00	(295,78)	2.749,22
Panatlantica	(395,00)	109,35	(285,65)	651,00	605,54	1.256,54	2.087,00	436,18	2.523,18
Paranapanema	(203.372,00)	41.685,95	(161.686,05)	(66.705,00)	43.622,05	(23.082,95)	(158.579,00)	54.382,33	(104.196,67)
Rimet	(42.774,00)	8.537,73	(34.236,27)	(26.797,00)	6.549,73	(20.247,27)	(105.376,00)	8.287,86	(97.088,14)
Sam Industr	(29.762,00)	(25.778,50)	(55.540,50)	(7.978,00)	(11.240,60)	(19.218,60)	(3.424,00)	(11.687,10)	(15.111,10)
Sid Nacional	197.046,00	807.143,63	1.004.189,63	1.777.264,00	472.388,81	2.249.652,81	299.829,00	505.408,59	805.237,59
Tekno	5.696,00	(4.030,58)	1.665,42	11.498,00	(2.357,39)	9.140,61	12.663,00	(3.315,21)	9.347,79
Usiminas	295.580,00	1.073.690,29	1.369.270,29	211.388,00	561.169,95	772.557,95	244.580,00	687.657,88	932.237,88

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Siderurgia e Metalurgia									
Acesita	(300.076,00)	221.720,40	(78.355,60)	225.548,00	82.689,93	308.237,93	679.374,00	121.094,15	800.468,15
Aco Altona	(16.266,00)	21.849,52	5.583,52	(6.275,00)	7.988,00	1.713,00	(1.579,00)	14.092,27	12.513,27
Acos Villares	(45.497,00)	140.665,21	95.168,21	151.720,00	54.079,14	205.799,14	239.005,00	68.370,26	307.375,26
Aliperti	8.848,00	(4.356,59)	4.491,41	10.257,00	(1.706,80)	8.550,20	10.077,00	(2.697,47)	7.379,53
Arcelor BR	317.242,00	188.778,68	506.020,68	682.310,00	44.236,96	726.546,96	1.039.521,00	10.960,79	1.050.481,79
Caraiba Metais	99.112,00	18.275,72	117.387,72	63.167,00	173,88	63.340,88	98.861,00	17.821,40	116.682,40
CBC Cartucho	10.899,00	(1.548,42)	9.350,58	14.274,00	(611,80)	13.662,20	14.835,00	(920,06)	13.914,94
Confab	170.738,00	2.958,45	173.696,45	20.507,00	(5.939,95)	14.567,05	17.519,00	(9.043,04)	8.475,96
Eluma	(20.732,00)	(21.930,60)	(42.662,60)	38.522,00	(5.227,18)	33.294,82	34.729,00	(11.391,77)	23.337,23
Ferbasa	42.507,00	(32.808,88)	9.698,12	79.428,00	(12.273,39)	67.154,61	97.140,00	(23.407,87)	73.732,13
Ferragens Haga	(6.734,00)	20.348,11	13.614,11	(9.048,00)	6.375,95	(2.672,05)	(9.114,00)	11.152,08	2.038,08
Fibam	307,00	(280,74)	26,26	343,00	(132,14)	210,87	3.000,00	(237,38)	2.762,62
Forjas Taurus	28.314,00	(15.652,41)	12.661,59	34.709,00	(6.410,88)	28.298,12	23.324,00	(11.771,07)	11.552,93
Gazola	(1.288,00)	824,78	(463,22)	(3.528,00)	308,24	(3.219,76)	(39.141,00)	1.003,88	(38.137,12)
Gerda	798.688,00	1.631.683,48	2.430.371,48	1.137.216,00	383.338,57	1.520.554,57	2.831.339,00	602.341,47	3.433.680,47
Gerda Met	434.028,00	1.969.898,92	2.403.926,92	575.179,00	501.377,56	1.076.556,56	1.437.075,00	804.122,69	2.241.197,69
Hercules	(29.937,00)	52.917,98	22.980,98	(47.238,00)	10.029,47	(37.208,53)	(26.296,00)	21.506,85	(4.789,15)
Kepler Weber	14.174,00	(3.500,65)	10.673,35	20.336,00	(1.335,29)	19.000,71	27.626,00	8.612,18	36.238,18
Mangels	(4.470,00)	5.247,93	777,93	7.911,00	2.359,59	10.270,59	19.137,00	3.158,29	22.295,29
Met Duque	5.166,00	3.722,49	8.888,49	5.349,00	1.190,67	6.539,67	4.922,00	2.581,14	7.503,14
Metal Iguacu	4.193,00	(3.734,90)	458,10	8.841,00	(839,31)	8.001,69	7.145,00	(1.824,59)	5.320,41
Metisa	8.910,00	(1.737,25)	7.172,75	9.422,00	(902,58)	8.519,42	13.804,00	(1.789,05)	12.014,95
Micheletto	(756,00)	1.535,21	779,21	(16.959,00)	764,24	(16.194,76)	(8.731,00)	3.098,97	(5.632,03)
Mundial	4.864,00	236,11	5.100,11	(72.627,00)	11.124,62	(61.502,38)	19.576,00	21.354,26	40.930,26
Panatlantica	3.165,00	670,55	3.835,55	18.760,00	207,36	18.967,36	28.012,00	(2.537,23)	25.474,77
Paranapanema	16.788,00	104.550,32	121.338,32	(175.890,00)	28.964,60	(146.925,40)	122.713,00	96.131,10	218.844,10
Rimet	(114.230,00)	45.285,23	(68.944,77)	(36.204,00)	20.876,87	(15.327,13)	(6.473,00)	27.403,37	20.930,37
Sam Industr	(12.701,00)	(29.891,10)	(42.592,10)	24,00	(8.676,71)	(8.652,71)	(1.002,00)	(13.780,65)	(14.782,65)
Sid Nacional	(194.681,00)	1.313.466,49	1.118.785,49	1.031.013,00	600.873,61	1.631.886,61	1.981.788,00	1.215.259,46	3.197.047,46
Tekno	19.920,00	(10.618,67)	9.301,33	24.312,00	(3.778,07)	20.533,93	22.855,00	(7.311,36)	15.543,64
Usiminas	(324.750,00)	1.696.042,54	1.371.292,54	1.306.172,00	548.701,35	1.854.873,35	3.018.866,00	814.008,76	3.832.874,76

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Software de Dados									
Universo Online									

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Universo Online									

Empresa	2002			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Universo Online	(317.329,00)	(20.633,60)	(337.962,60)	(121.236,00)	23.887,71	(97.348,29)	8.561,00	48.702,19	57.263,19

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Telecomunicações									
Amazonia Celular							14.105,00	(104,31)	14.000,69
Americel							(92.526,00)	3.932,30	(88.593,70)
Brasil T Par							330.332,00	28.173,98	358.505,98
Brasil Telecom	140.061,00	39.700,74	179.761,74	162.802,00	38.559,10	201.361,10	103.458,00	12.877,50	116.335,50
CRT Celular							61.963,00	6.492,63	68.455,63
Embratel Part							123.578,00	10.429,61	134.007,61
Geodex									
Inepar Telecom				47.690,00	5.244,15	52.934,15	1,00	1.102,81	1.103,81
La Fonte Telecom							1.766,00	(12,29)	1.753,71
LF Tel									
Tele Centroeste Cel							127.638,00	2.680,82	130.318,82
Tele Leste Celular							47.729,00	2.202,69	49.931,69
Tele Norte Celular							36.761,00	808,74	37.569,74
Tele Sudeste Celular							176.340,00	4.811,44	181.151,44
Telefonica									
Telefonica Data Hld									
Telemar Norte Leste	64.161,00	119.114,34	183.275,34	254.708,00	107.454,99	362.162,99	(196.715,00)	25.754,86	(170.960,14)
Telemar-Tele NL Par							176.165,00	61.703,06	237.868,06
Telemig Celul Part							10.230,00	2.337,26	12.567,26
Telesp Cel Part							321.388,00	27.642,03	349.030,03
Telesp Operac	807.876,00	301.932,05	1.109.808,05	1.100.222,00	193.256,72	1.293.478,72	1.039.972,00	59.358,22	1.099.330,22
Telet									
Tim Participacoes							123.995,00	3.533,77	127.528,77
Telemar-Tele NL Par							176.165,00	61.703,06	237.868,06

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Telecomunicações (continuação)									
Amazonia Celular	9.853,00	(267,27)	9.585,73	12.779,00	17.097,18	29.876,18	(6.647,00)	27.230,63	20.583,63
Americel	(155.811,00)	46.693,84	(109.117,16)	(126.327,00)	29.539,16	(96.787,84)	(167.243,00)	44.392,40	(122.850,60)
Brasil T Par	218.022,00	245.100,79	463.122,79	409.613,00	379.287,54	788.900,54	261.002,00	545.060,88	806.062,88
Brasil Telecom	(45.898,00)	129.128,80	83.230,80	450.742,00	297.745,56	748.487,56	281.243,00	472.961,53	754.204,53
CRT Celular	(62.465,00)	56.657,66	(5.807,34)	59.956,00	27.398,25	87.354,25	102.914,00	26.695,97	129.609,97
Embratel Part	411.631,00	329.004,42	740.635,42	577.090,00	213.617,46	790.707,46	(553.671,00)	223.501,93	(330.169,07)
Geodex									
Inepar Telecom	(157.138,00)	(12.946,12)	(170.084,12)	(75.244,00)	(926,10)	(76.170,10)	(44.924,00)	1.527,86	(43.396,14)
La Fonte Telecom	21.345,00	311.014,81	332.359,81	(64.624,00)	119.080,68	54.456,68	(40.860,00)	214.874,61	174.014,61
LF Tel	(14.555,00)	331.550,74	316.995,74	(61.529,00)	115.328,95	53.799,95	(25.065,00)	184.798,64	159.733,64
Tele Centroeste Cel	107.293,00	33.327,73	140.620,73	129.319,00	11.546,26	140.865,26	208.104,00	13.735,59	221.839,59
Tele Leste Celular	(81.651,00)	33.741,32	(47.909,68)	(9.458,00)	1.111,81	(8.346,19)	6.020,00	5.965,65	11.985,65
Tele Norte Celular	24.923,00	23.833,28	48.756,28	11.480,00	18.138,72	29.618,72	(6.596,00)	28.401,88	21.805,88
Tele Sudeste Celular	42.985,00	78.037,16	121.022,16	121.876,00	(3.206,36)	118.669,64	162.914,00	2.059,82	164.973,82
Telefonica	(2.545.000,00)	11.992.200,90	9.447.200,90	3.104.000,00	8.196.818,00	11.300.818,00	(2.247.000,00)	8.478.704,00	6.231.704,00
Telefonica Data Hld							(22.900,00)	44.460,83	21.560,83
Telemar Norte Leste	(386.070,00)	24.614,49	(361.455,51)	(23.126,00)	61.311,35	38.185,35	49.242,00	668.036,41	717.278,41
Telemar-Tele NL Par	95.686,00	577.085,51	672.771,51	709.407,00	239.103,54	948.510,54	140.378,00	1.038.163,46	1.178.541,46
Telemig Celul Part	15.052,00	48.659,66	63.711,66	39.184,00	12.843,59	52.027,59	89.987,00	21.429,72	111.416,72
Telesp Cel Part	112.871,00	213.035,83	325.906,83	152.167,00	(16.406,96)	135.760,04	(1.113.617,00)	51.745,93	(1.061.871,07)
Telesp Operac	735.834,00	378.712,95	1.114.546,95	1.470.062,00	402.631,82	1.872.693,82	1.576.305,00	604.819,59	2.181.124,59
Telet	(128.357,00)	97.048,85	(31.308,15)	(162.369,00)	49.032,73	(113.336,27)	(270.808,00)	71.347,12	(199.460,88)
Tim Participacoes	34.332,00	56.517,13	90.849,13	15.368,00	32.039,92	47.407,92	59.889,00	12.843,06	72.732,06
Telemar-Tele NL Par	95.686,00	577.085,51	672.771,51	709.407,00	239.103,54	948.510,54	140.378,00	1.038.163,46	1.178.541,46

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Sector: Telecomunicações (continuação)									
Amazonia Celular	(30.194,00)	56.606,67	26.412,67	7.594,00	13.884,29	21.478,29	(3.983,00)	27.953,71	23.970,71
Americel	(184.670,00)	146.581,31	(38.088,69)	(40.201,00)	(4.170,95)	(44.371,95)	(205.311,00)	14.643,21	(190.667,79)
Brasil T Par	442.981,00	1.336.922,27	1.779.903,27	145.139,00	307.385,31	452.524,31	252.222,00	531.558,92	783.780,92
Brasil Telecom	440.117,00	1.173.338,46	1.613.455,46	(25.297,00)	263.553,64	238.256,64	276.964,00	507.693,51	784.657,51
CRT Celular	147.621,00	30.896,27	178.517,27	189.365,00	(2.277,01)	187.087,99	181.980,00	(16.418,32)	165.561,68
Embratel Part	(626.342,00)	717.473,08	91.131,08	223.634,00	187.712,97	411.346,97	(339.256,00)	200.980,15	(138.275,85)
Geodex	(3.222,00)	421,24	(2.800,76)	(2.590,00)	(7.898,38)	(10.488,38)	964,00	(12.577,11)	(11.613,11)
Inepar Telecom	(2.365,00)	15.706,29	13.341,29	(1.276,00)	4.736,64	3.460,64	(856,00)	7.655,49	6.799,49
La Fonte Telecom	(727,00)	528.657,42	527.930,42	(36.565,00)	134.155,25	97.590,25	(1.059,00)	176.975,85	175.916,85
LF Tel	11.681,00	447.273,42	458.954,42	(14.368,00)	109.610,16	95.242,16	9.220,00	136.639,84	145.859,84
Tele Centroeste Cel	329.183,00	11.099,59	340.282,59	463.408,00	(13.033,49)	450.374,51	507.051,00	(97.539,39)	409.511,61
Tele Leste Celular	(5.107,00)	4.328,86	(778,14)	(42.662,00)	(3.943,06)	(46.605,06)	(34.241,00)	(2.238,59)	(36.479,59)
Tele Norte Celular	(24.473,00)	59.263,78	34.790,78	3.776,00	13.986,55	17.762,55	(2.660,00)	28.630,08	25.970,08
Tele Sudeste Celular	140.376,00	(14.240,01)	126.135,99	156.237,00	(26.663,54)	129.573,46	92.878,00	(74.390,14)	18.487,86
Telefonica	(34.055.000,00)	15.203.972,90	(18.851.027,10)	5.038.000,00	7.078.376,20	12.116.376,20	(5.264.000,00)	10.847.373,80	5.583.373,80
Telefonica Data Hld	(30.855,00)	(19.270,32)	(50.125,32)	(42.682,00)	(4.485,08)	(47.167,08)	(21.399,00)	(3.914,71)	(25.313,71)
Telemar Norte Leste	687.260,00	1.414.986,00	2.102.246,00	761.037,00	587.999,22	1.349.036,22	917.132,00	823.328,72	1.740.460,72
Telemar-Tele NL Par	(415.598,00)	2.508.455,87	2.092.857,87	212.713,00	653.416,38	866.129,38	751.037,00	1.006.235,54	1.757.272,54
Telemig Celul Part	67.851,00	10.417,16	78.268,16	148.148,00	(13.356,67)	134.791,33	159.646,00	(27.853,51)	131.792,49
Telesp Cel Part	(1.140.761,00)	174.158,63	(966.602,37)	(640.234,00)	288.071,00	(352.163,00)	(490.144,00)	544.124,02	53.980,02
Telesp Operac	1.075.872,00	1.142.771,53	2.218.643,53	1.588.002,00	420.064,29	2.008.066,29	2.181.149,00	685.351,31	2.866.500,31
Telet	(269.887,00)	231.054,75	(38.832,25)	(25.587,00)	(6.544,32)	(32.131,32)	(448.550,00)	31.889,41	(416.660,59)
Tim Participacoes	65.774,00	(12.261,90)	53.512,10	120.802,00	(6.362,70)	114.439,30	265.935,00	(14.170,27)	251.764,73
Telemar-Tele NL Par	(415.598,00)	2.508.455,87	2.092.857,87	212.713,00	653.416,38	866.129,38	751.037,00	1.006.235,54	1.757.272,54

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Têxtil									
Alpargatas	(23.397,00)	(10.211,50)	(33.608,50)	(88.516,00)	(10.602,75)	(99.118,75)	27.905,00	(2.578,05)	25.326,95
Buettner	(14.815,00)	1.714,39	(13.100,61)	(8.962,00)	2.395,47	(6.566,53)	(10.968,00)	516,74	(10.451,26)
Cambuci	628,00	(2.733,88)	(2.105,88)	(8.370,00)	(2.011,15)	(10.381,15)	(12.299,00)	(480,32)	(12.779,32)
Cedro	8.937,00	(2.721,00)	6.216,00	5.677,00	(885,48)	4.791,52	(11.904,00)	(339,95)	(12.243,95)
Cia Hering	(17.430,00)	82.664,83	65.234,83	4.397,00	441,32	4.838,32	5.195,00	846,57	6.041,57
Coteminas	62.604,00	(1.781,84)	60.822,16	41.154,00	(6.336,23)	34.817,77	29.660,00	(419,91)	29.240,09
Dohler	12.822,00	(6.277,32)	6.544,68	8.303,00	(6.339,52)	1.963,48	8.518,00	(1.545,40)	6.972,60
Encorpar				305,00	(205,70)	99,30	(19.390,00)	(448,89)	(19.838,89)
F Guimaraes							(29.853,00)	10,55	(29.842,45)
Fab C Renaux	1.886,00	(28,92)	1.857,08	2.039,00	(37,40)	2.001,60	1.905,00	(34,39)	1.870,61
Grendene									
Guararapes	38.587,00	(7.102,74)	31.484,26	32.087,00	(8.285,15)	23.801,85	40.616,00	(1.780,85)	38.835,15
Inds Cataguases							(3.391,00)	(153,83)	(3.544,83)
Karsten	1.925,00	(1.370,02)	554,98	(739,00)	(1.320,00)	(2.059,00)	1.130,00	(298,31)	831,69
Kuala	(65.263,00)	(861,25)	(66.124,25)	(63.586,00)	(404,22)	(63.990,22)	(4.481,00)	(1.021,13)	(5.502,13)
Marisol	18.074,00	(2.327,09)	15.746,91	12.067,00	(2.726,76)	9.340,24	12.549,00	(474,39)	12.074,61
Pettenati	(283,00)	109,53	(173,47)	(2.806,00)	90,43	(2.715,57)	(2.424,00)	(151,34)	(2.575,34)
Santanense				(9.828,00)	(93,35)	(9.921,35)	(2.117,00)	0,55	(2.116,45)
Santista Textil	15.099,00	1.390,36	16.489,36	15.750,00	219,31	15.969,31	15.906,00	(107,32)	15.798,68
Schlosser	(13.077,00)	(98,24)	(13.175,24)	(5.404,00)	1.314,31	(4.089,69)	(3.663,00)	256,00	(3.407,00)
Staroup	748,00	1.268,88	2.016,88	1.019,00	674,47	1.693,47	620,00	153,78	773,78
Tecel. Blumenau							(207,00)	178,23	(28,77)
Tecel.S.Jose	3.448,00	(2.122,39)	1.325,61	(115,00)	(1.676,49)	(1.791,49)	(5.124,00)	(342,07)	(5.466,07)
Teka	(24.976,00)	9.762,63	(15.213,37)	(36.184,00)	6.342,89	(29.841,11)	2.535,00	1.240,59	3.775,59
Tex Renaux	3.061,00	199,85	3.260,85	3.260,00	(80,26)	3.179,74	1.768,00	(6,14)	1.761,86
Vicunha Textil							29.324,00	(451,76)	28.872,24
Vulcabras	(29.742,00)	(1.469,57)	(31.211,57)	(18.194,00)	982,57	(17.211,43)	(25.796,00)	(256,74)	(26.052,74)
Wembley	25.051,00	23.911,86	48.962,86	33.000,00	28.435,67	61.435,67	2.998,00	7.029,38	10.027,38

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Têxtil (continuação)									
Alpargatas	49.737,00	(33.473,45)	16.263,55	66.871,00	(18.851,77)	48.019,23	31.565,00	(23.305,05)	8.259,95
Buettner	7.004,00	4.843,18	11.847,18	76,00	2.146,30	2.222,30	589,00	2.337,40	2.926,40
Cambuci	(17.993,00)	(2.105,35)	(20.098,35)	(14.263,00)	1.596,22	(12.666,78)	(16.167,00)	3.376,05	(12.790,95)
Cedro	1.510,00	253,87	1.763,87	17.540,00	2.389,63	19.929,63	14.505,00	2.391,90	16.896,90
Cia Hering	(158.150,00)	(17.891,85)	(176.041,85)	725,00	9.185,15	9.910,15	(58.566,00)	11.505,52	(47.060,48)
Coteminas	16.408,00	(19.865,06)	(3.457,06)	66.578,00	(5.408,03)	61.169,97	87.066,00	(12.470,33)	74.595,67
Dohler	16.517,00	(18.355,82)	(1.838,82)	16.048,00	(10.251,39)	5.796,61	16.824,00	(10.815,90)	6.008,10
Encorpar	2.867,00	(600,70)	2.266,30	(885,00)	(651,60)	(1.536,60)	3.975,00	(407,58)	3.567,42
F Guimaraes	(27.432,00)	5.321,14	(22.110,86)	(22.613,00)	4.994,37	(17.618,63)	(21.912,00)	7.341,88	(14.570,12)
Fab C Renaux	(3.501,00)	(1.364,52)	(4.865,52)	(2.642,00)	(197,67)	(2.839,67)	(11.191,00)	(662,79)	(11.853,79)
Grendene									
Guararapes	50.877,00	(15.067,66)	35.809,34	61.692,00	(8.132,33)	53.559,67	50.151,00	(14.424,28)	35.726,72
Inds Cataguases	8.650,00	114,14	8.764,14	9.004,00	174,34	9.178,34	1.701,00	(706,37)	994,63
Karsten	5.682,00	(655,47)	5.026,53	(4.682,00)	(180,42)	(4.862,42)	4.796,00	(467,58)	4.328,42
Kuala	(46.712,00)	(17.711,94)	(64.423,94)	(11.605,00)	(5.085,61)	(16.690,61)	(178,00)	(4.458,06)	(4.636,06)
Marisol	26.440,00	(1.645,18)	24.794,82	15.934,00	(3.170,79)	12.763,21	11.859,00	(3.518,84)	8.340,16
Pettenati	798,00	(2.301,65)	(1.503,65)	(396,00)	(1.724,51)	(2.120,51)	(498,00)	(1.679,29)	(2.177,29)
Santanense	621,00	1.053,87	1.674,87	7.601,00	1.638,27	9.239,27	(5.060,00)	171,08	(4.888,92)
Santista Textil	33.484,00	8.068,96	41.552,96	43.507,00	1.989,99	45.496,99	3.547,00	310,34	3.857,34
Schlosser	(4.525,00)	3.835,08	(689,92)	(3.339,00)	2.199,61	(1.139,39)	(2.440,00)	3.354,42	914,42
Staroup	109,00	1.892,25	2.001,25	131,00	731,37	862,37	(1.729,00)	725,82	(1.003,18)
Tecel. Blumenau	(1.151,00)	2.601,50	1.450,50	(4.074,00)	1.556,93	(2.517,07)	(1.653,00)	2.138,55	485,55
Tecel.S.Jose	620,00	(2.812,39)	(2.192,39)	1.339,00	(1.918,35)	(579,35)	(12.391,00)	(2.238,08)	(14.629,08)
Teka	(98.900,00)	16.303,64	(82.596,36)	49.058,00	16.071,31	65.129,31	8.334,00	11.577,49	19.911,49
Tex Renaux	(8.059,00)	(489,56)	(8.548,56)	1.017,00	475,99	1.492,99	1.245,00	857,79	2.102,79
Vicunha Textil	14.465,00	60.190,69	74.655,69	(21.724,00)	22.920,83	1.196,83	(124.672,00)	6.030,54	(118.641,46)
Vulcabras	(59.706,00)	(4.548,32)	(64.254,32)	(28.937,00)	1.042,92	(27.894,08)	120,00	2.957,24	3.077,24
Wembley	3.117,00	96.285,03	99.402,03	21.426,00	53.926,75	75.352,75	46.360,00	58.807,11	105.167,11

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Sector: Têxtil (continuação)									
Alpargatas	46.110,00	(56.485,97)	(10.375,97)	80.256,00	(17.621,98)	62.634,02	93.821,00	(34.220,43)	59.600,57
Buettner	(476,00)	5.204,35	4.728,35	(1.457,00)	1.626,06	169,06	(2.981,00)	727,56	(2.253,44)
Cambuci	(67.205,00)	8.026,00	(59.179,00)	(4.338,00)	6.564,16	2.226,16	(27.541,00)	9.190,66	(18.350,34)
Cedro	12.539,00	7.599,48	20.138,48	11.649,00	1.898,07	13.547,07	25.328,00	2.304,34	27.632,34
Cia Hering	(126.786,00)	31.919,39	(94.866,61)	11.602,00	18.366,92	29.968,92	(17.741,00)	25.710,14	7.969,14
Coteminas	154.222,00	(34.869,65)	119.352,35	167.398,00	(16.945,76)	150.452,24	175.828,00	(26.988,89)	148.839,11
Dohler	18.876,00	(31.317,77)	(12.441,77)	15.749,00	(10.293,43)	5.455,57	15.704,00	(16.873,56)	(1.169,56)
Encorpar	3.975,00	(1.595,96)	2.379,04	3.025,00	(749,22)	2.275,78	6.214,00	(1.120,21)	5.093,79
F Guimaraes	(35.223,00)	23.789,34	(11.433,66)	(30.379,00)	9.457,73	(20.921,27)	(36.620,00)	18.356,21	(18.263,79)
Fab C Renaux	(17.659,00)	(1.174,45)	(18.833,45)	(3.431,00)	723,87	(2.707,13)	(28.730,00)	4.781,04	(23.948,96)
Grendene				203.221,00	(23.989,89)	179.231,11	67.654,00	(60.355,48)	7.298,52
Guararapes	74.683,00	(24.053,70)	50.629,30	46.501,00	(10.310,21)	36.190,79	121.685,00	(16.274,46)	105.410,54
Inds Cataguases	(2.540,00)	(3.646,43)	(6.186,43)	1.081,00	(492,16)	588,84	6.656,00	(1.644,34)	5.011,66
Karsten	16.115,00	(582,87)	15.532,13	10.449,00	(1.101,81)	9.347,19	12.467,00	(3.107,95)	9.359,05
Kuala	(3.202,00)	(11.273,64)	(14.475,64)	(7.454,00)	(3.024,78)	(10.478,78)	3.360,00	(3.764,55)	(404,55)
Marisol	(2.399,00)	(9.026,67)	(11.425,67)	21.672,00	(1.989,23)	19.682,77	37.663,00	(3.471,73)	34.191,27
Pettenati	(15.145,00)	(4.604,85)	(19.749,85)	(4.956,00)	(1.135,52)	(6.091,52)	(13,00)	(1.495,87)	(1.508,87)
Santanense	(13.868,00)	(90,85)	(13.958,85)	(34.239,00)	310,92	(33.928,08)	20.220,00	564,41	20.784,41
Santista Textil	78.103,00	25.074,71	103.177,71	44.407,00	546,54	44.953,54	35.032,00	1.770,13	36.802,13
Schlosser	(12.906,00)	7.687,95	(5.218,05)	(10.176,00)	2.872,88	(7.303,12)	(16.581,00)	5.273,27	(11.307,73)
Staroup	(1.581,00)	2.809,23	1.228,23	202,00	977,49	1.179,49	73,00	1.590,85	1.663,85
Tecel. Blumenau	(509,00)	5.921,65	5.412,65	(2.094,00)	1.769,54	(324,46)	(2.236,00)	3.044,87	808,87
Tecel.S.Jose	(8.901,00)	1.009,39	(7.891,61)	(28.521,00)	606,52	(27.914,48)	(10.653,00)	4.009,09	(6.643,91)
Teka	(50.608,00)	23.718,56	(26.889,44)	(150.492,00)	14.047,44	(136.444,56)	(12.049,00)	34.553,88	22.504,88
Tex Renaux	(24.095,00)	472,21	(23.622,79)	(3.589,00)	1.664,29	(1.924,71)	(74,00)	2.770,86	2.696,86
Vicunha Textil	(84.003,00)	10.233,61	(73.769,39)	22.538,00	9.516,94	32.054,94	11.844,00	11.143,95	22.987,95
Vulcabras	(39.148,00)	3.708,76	(35.439,24)	(7.916,00)	3.610,69	(4.305,31)	279,00	2.335,63	2.614,63
Wembley	64.230,00	186.803,21	251.033,21	65.316,00	55.404,32	120.720,32	72.748,00	105.663,46	178.411,46

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Transportes e Serviços									
AGConcessoes									
ALL America Latina				(1,00)	(0,37)	(1,37)	(1,00)	(0,09)	(1,09)
BR Ferrovias							(7.647,00)	9.843,68	2.196,68
CCR Rodovias									
Docas Imbituba				(956,00)	203,23	(752,77)	(30,00)	74,04	44,04
Ferrovia Centro Atl							(21.455,00)	996,49	(20.458,51)
Gol									
Localiza									
OHL Brasil									
TAM							15.304,00	5.196,16	20.500,16
Varig	(63.964,00)	165.253,61	101.289,61	27.837,00	120.179,14	148.016,14	(25.356,00)	14.146,71	(11.209,29)
Varig Servicos									
Vasp	157.453,00	111.161,54	268.614,54	48.219,00	99.395,29	147.614,29	(182.061,00)	25.552,41	(156.508,59)

Empresa	1999			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
AGConcessoes									
ALL America Latina	(9.311,00)	36.386,40	27.075,40	(1.647,00)	29.120,31	27.473,31	9.714,00	18.491,41	28.205,41
BR Ferrovias	(44.559,00)	179.902,40	135.343,40	(108.456,00)	95.626,34	(12.829,66)	(245.115,00)	116.513,28	(128.601,72)
CCR Rodovias	(31.864,00)	489.316,82	457.452,82	(84.629,00)	265.555,11	180.926,11	(125.389,00)	310.258,00	184.869,00
Docas Imbituba	(176,00)	1.151,02	975,02	(564,00)	497,55	(66,45)	(3.754,00)	(167,86)	(3.921,86)
Ferrovia Centro Atl	(88.481,00)	26.780,80	(61.700,20)	(74.533,00)	27.616,01	(46.916,99)	(113.799,00)	49.151,86	(64.647,14)
Gol									
Localiza									
OHL Brasil									
TAM	(129.360,00)	195.348,88	65.988,88	562,00	152.147,35	152.709,35	(56.431,00)	141.469,12	85.038,12
Varig	(50.097,00)	168.321,00	118.224,00	(178.539,00)	93.034,05	(85.504,95)	(480.873,00)	111.144,70	(369.728,30)
Varig Servicos				(24.232,00)	19.550,51	(4.681,49)	(97.937,00)	23.741,95	(74.195,05)
Vasp	(91.339,00)	447.331,42	355.992,42	114.443,00	132.747,57	247.190,57	36.697,00	112.543,29	149.240,29

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Transportes e Serviços (continuação)									
AGConcessoes	19.169,00	89.160,42	108.329,42	45.292,00	33.413,15	78.705,15	81.276,00	54.912,02	136.188,02
ALL America Latina	5.343,00	49.332,56	54.675,56	10.154,00	40.780,69	50.934,69	150.605,00	44.158,78	194.763,78
BR Ferrovias	(348.509,00)	371.550,41	23.041,41	(262.165,00)	134.885,78	(127.279,22)	(373.728,00)	241.599,52	(132.128,48)
CCR Rodovias	(119.526,00)	299.748,48	180.222,48	182.953,00	103.156,76	286.109,76	262.991,00	140.183,62	403.174,62
Docas Imbituba	(2.930,00)	489,11	(2.440,89)	(20.773,00)	164,77	(20.608,23)	(5.830,00)	2.818,53	(3.011,47)
Ferrovia Centro Atl	(287.858,00)	162.943,63	(124.914,37)	(173.516,00)	13.499,52	(160.016,48)	(91.095,00)	93.611,46	2.516,46
Gol	3.980,00	2.396,44	6.376,44	113.044,00	(3.004,64)	110.039,37	255.469,00	(74.615,39)	180.853,61
Localiza							102.343,00	53.533,09	155.876,09
OHL Brasil							25.238,00	58.428,27	83.666,27
TAM	(605.733,00)	413.807,46	(191.925,54)	173.804,00	130.164,77	303.968,77	341.132,00	104.762,08	445.894,08
Varig	(2.867.534,00)	617.959,14	(2.249.574,86)	(1.836.850,00)	395.599,63	(1.441.250,37)	(87.167,00)	846.464,15	759.297,15
Varig Servicos	(100.956,00)	80.506,40	(20.449,60)	(153.478,00)	30.289,10	(123.188,90)	(93.740,00)	59.705,56	(34.034,44)
Vasp	(202.478,00)	314.213,24	111.735,24	(15.912,00)	93.704,40	77.792,40			

Empresa	1996 - R\$ mil			1997			1998		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Veículos e Peças									
Arteb				(24.974,00)	4.872,10	(20.101,90)	10.216,00	817,79	11.033,79
Bic Caloi	(9.405,00)	(989,63)	(10.394,63)	(83.728,00)	(723,39)	(84.451,39)	(50.085,00)	(549,61)	(50.634,61)
Bic Monark							18.167,00	(1.537,24)	16.629,76
Cobrasma				(156.258,00)	49.496,43	(106.761,57)	(151.927,00)	11.104,43	(140.822,57)
DHB	(22.300,00)	8.256,40	(14.043,60)	(27.940,00)	6.448,81	(21.491,19)	(41.198,00)	1.403,45	(39.794,55)
Embraer	(123.094,00)	46.351,35	(76.742,65)	(33.040,00)	23.634,78	(9.405,22)	132.046,00	6.152,60	138.198,60
Fras-Le	4.590,00	3.203,36	7.793,36	14.979,00	2.724,44	17.703,44	12.107,00	842,53	12.949,53
Iochp-Maxion	(77.329,00)	7.523,90	(69.805,10)	(67.807,00)	8.345,51	(59.461,49)	(140.429,00)	(1.344,59)	(141.773,59)
Marcopolo	22.130,00	(6.080,27)	16.049,73	28.807,00	(4.946,90)	23.860,10	30.134,00	(702,04)	29.431,96
Metal Leve	(52.329,00)	(5.252,70)	(57.581,70)	3.772,00	(824,30)	2.947,70	(10.413,00)	(547,64)	(10.960,64)
Plascar	(791,00)	(2.729,30)	(3.520,30)	10.512,00	(2.646,72)	7.865,28	(9.972,00)	(63,87)	(10.035,87)
Randon Part	(3.264,00)	645,08	(2.618,92)	11.170,00	539,53	11.709,53	1.688,00	805,31	2.493,31
Recrusul	3.291,00	(2.900,32)	390,68	1.630,00	(2.168,60)	(538,60)	(10.604,00)	(705,70)	(11.309,70)
Riosulense				(689,00)	737,53	48,53	(756,00)	140,27	(615,73)
Schulz	(818,00)	(1.349,68)	(2.167,68)	(2.750,00)	(1.177,20)	(3.927,20)	(3.798,00)	(404,64)	(4.202,64)
Tupy	(25.426,00)	13.545,48	(11.880,52)	(7.451,00)	13.687,28	6.236,28	9.049,00	3.786,52	12.835,52
Wetzel	(8.522,00)	4.629,55	(3.892,45)	(8.713,00)	3.871,57	(4.841,43)	1.499,00	859,04	2.358,04
Wiest	1.837,00	713,28	2.550,28	1.042,00	1.329,35	2.371,35	771,00	439,62	1.210,62

Empresa	1999 - R\$ mil			2000			2001		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Veículos e Peças (continuação)									
Arteb	(4.490,00)	21.657,57	17.167,57	(6.004,00)	12.946,29	6.942,29	(26.963,00)	18.836,58	(8.126,42)
Bic Caloi	(26.279,00)	(168,12)	(26.447,12)	(21.048,00)	2.279,28	(18.768,72)	(18.481,00)	4.351,78	(14.129,22)
Bic Monark	19.292,00	(21.458,47)	(2.166,47)	20.328,00	(11.911,90)	8.416,10	24.408,00	(13.233,27)	11.174,73
Cobrasma	(133.203,00)	157.195,36	23.992,36	(67.770,00)	89.327,49	21.557,49	(162.413,00)	97.574,78	(64.838,22)
DHB	(35.027,00)	23.233,98	(11.793,02)	(37.586,00)	14.346,22	(23.239,78)	(50.736,00)	19.136,94	(31.599,06)
Embraer	412.152,00	66.869,55	479.021,55	645.179,00	(11.692,38)	633.486,62	1.100.891,00	(20.359,46)	1.080.531,54
Fras-Le	3.371,00	4.900,95	8.271,95	14.742,00	1.869,74	16.611,74	11.634,00	700,54	12.334,54
Iochp-Maxion	(51.437,00)	(5.800,70)	(57.237,70)	13.592,00	(3,43)	13.588,57	24.726,00	(7.262,32)	17.463,68
Marcopolo	10.078,00	(8.804,00)	1.274,00	17.204,00	(2.437,55)	14.766,45	40.139,00	1.302,50	41.441,50
Metal Leve	42.886,00	(1.402,30)	41.483,70	67.554,00	244,41	67.798,41	90.133,00	(515,42)	89.617,58
Plascar	(54.403,00)	(4.087,96)	(58.490,96)	(49.657,00)	2.225,48	(47.431,52)	(11.484,00)	5.947,14	(5.536,86)
Randon Part	(31.758,00)	9.287,35	(22.470,65)	(2.238,00)	6.714,76	4.476,76	4.863,00	7.030,82	11.893,82
Recrusul	455,00	(6.044,38)	(5.589,38)	(139,00)	(3.025,16)	(3.164,16)	(15.539,00)	(3.274,96)	(18.813,96)
Riosulense	(721,00)	1.748,53	1.027,53	131,00	1.013,03	1.144,03	629,00	1.226,37	1.855,37
Schulz	(3.128,00)	(4.506,55)	(7.634,55)	(2.995,00)	(1.606,81)	(4.601,81)	1.255,00	687,13	1.942,13
Tupy	14.935,00	39.506,04	54.441,04	17.500,00	23.727,27	41.227,27	19.349,00	32.060,81	51.409,81
Wetzel	(10.224,00)	9.831,88	(392,12)	(8.801,00)	5.847,95	(2.953,05)	656,00	2.149,16	2.805,16
Wiest	(39.924,00)	2.909,54	(37.014,46)	(3.752,00)	5.575,02	1.823,02	(9.554,00)	6.234,07	(3.319,93)

Empresa	2002 - R\$ mil			2003			2004		
	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB	LL pela LS	RCMB	LL Após CMB
Setor: Veículos e Peças (continuação)									
Arteb	(126.920,00)	49.096,98	(77.823,02)	(17.959,00)	26.525,51	8.566,51	(32.811,00)	43.784,81	10.973,81
Bic Caloi	(18.506,00)	15.473,88	(3.032,12)	(22.449,00)	5.608,19	(16.840,81)	(20.700,00)	10.859,75	(9.840,25)
Bic Monark	28.862,00	(33.245,17)	(4.383,17)	12.440,00	(10.348,20)	2.091,80	11.522,00	(16.671,11)	(5.149,11)
Cobrasma	(140.264,00)	290.233,75	149.969,75	(212.330,00)	94.797,33	(117.532,67)	(195.897,00)	175.671,27	(20.225,73)
DHB	(65.243,00)	61.400,34	(3.842,66)	(76.488,00)	23.560,93	(52.927,07)	(75.659,00)	46.734,59	(28.924,41)
Embraer	1.179.175,00	(135.342,53)	1.043.832,47	587.653,00	(61.770,78)	525.882,22	1.255.833,00	(105.301,74)	1.150.531,26
Fras-Le	19.465,00	5.396,36	24.861,36	31.979,00	1.771,91	33.750,91	38.028,00	2.302,76	40.330,76
Iochp-Maxion	(24.235,00)	(24.912,29)	(49.147,29)	(5.111,00)	(4.628,63)	(9.739,63)	50.826,00	(3.270,98)	47.555,02
Marcopolo	53.809,00	(20.508,16)	33.300,84	80.936,00	(6.143,40)	74.792,60	85.022,00	(13.717,70)	71.304,30
Metal Leve	150.099,00	(8.935,56)	141.163,44	175.890,00	805,99	176.695,99	180.483,00	1.894,34	182.377,34
Plascar	(45.195,00)	14.816,27	(30.378,73)	(40.536,00)	9.684,16	(30.851,85)	(35.401,00)	20.230,90	(15.170,10)
Randon Part	13.705,00	25.305,80	39.010,80	70.146,00	10.221,27	80.367,27	124.879,00	19.188,57	144.067,57
Recrusul	(23.914,00)	(4.620,96)	(28.534,96)	(18.826,00)	610,27	(18.215,73)	(18.314,00)	3.124,32	(15.189,68)
Riosulense	244,00	2.946,30	3.190,30	956,00	1.260,68	2.216,68	1.700,00	3.073,14	4.773,14
Schulz	1.410,00	1.702,92	3.112,92	3.877,00	607,36	4.484,36	10.319,00	3.311,85	13.630,85
Tupy	(52.455,00)	91.544,19	39.089,19	9.073,00	28.444,72	37.517,72	14.916,00	45.343,64	60.259,64
Wetzel	876,00	5.642,23	6.518,23	(7.310,00)	5.226,57	(2.083,43)	4.233,00	7.215,05	11.448,05
Wiest	(7.965,00)	17.316,24	9.351,24	(9.860,00)	5.613,63	(4.246,37)	(6.645,00)	9.498,03	2.853,03

APÊNDICE C – INFORMAÇÕES SOBRE DIVIDENDOS (EM MILHARES DE REAIS)

Sector: Agro e Pesca	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Manasa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rasip Agro Pastoral			0,00	113,00	0,00	0,00	159,00	0,00	1.391,00
Renar Macas						0,00	0,00	0,00	205,00
Sector: Alimentos e Bebidas									
Ambev	77.323,00	132.435,00	144.290,00	0,00	180.018,00	336.609,00	502.329,00	1.003.904,00	1.394.100,00
Avipal	6.340,00	6.893,00	4.654,00	1.423,00	8.360,00	37.776,00	0,00	2.345,00	0,00
Cacique	2.744,00	4.770,00	1.664,00	3.179,00	3.329,00	4.015,00	4.189,00	5.815,00	6.630,00
Cafe Brasilia		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CTM Citrus	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Excelsior			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fluminense Refriger		3.221,00	5.295,00	1.879,00	4.621,00	3.608,00		62.699,00	32.297,00
Granoleo	639,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.240,00
Iguacu Cafe	3.676,00	3.327,00	5.535,00	5.624,00	4.579,00	6.537,00	13.241,00	14.918,00	11.621,00
J B Duarte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Josapar		0,00	0,00	2.771,00	4.062,00	1.505,00	0,00	0,00	3.716,00
Leco	312,00	945,00	1.017,00	0,00	1.151,00	2.287,00	658,00	3.500,00	329,00
Minupar	0,00	0,00	97,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Oderich		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Parmalat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Perdigao	4.531,00	11.567,00	16.020,00	13.108,00	14.142,00	50.473,00	5.400,00	36.000,00	88.686,00
Sadia AS	20.086,00	32.348,00	56.673,00	40.249,00	26.451,00	80.205,00	76.667,00	150.454,00	148.310,00
Usin C Pinto	0,00	0,00	0,00	0,00					
Vigor	1.255,00	1.554,00	2.538,00	0,00	348,00	3.465,00	140,00	1.506,00	725,00
Sector: Comércio									
Battistella		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00
Bompreco Bah		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dimed	3.900,00	3.689,00	3.794,00	2.546,00	1.105,00	2.801,00	0,00	4.000,00	4.000,00
Drogasil		105,00	652,00	1.622,00	821,00	2.071,00	3.036,00	2.354,00	2.847,00
Globex	37.000,00	15.000,00	9.048,00	18.477,00	19.800,00	12.000,00	20.000,00	3.000,00	18.361,00
Grazziotin	1.613,00	1.670,00	1.671,00	2.653,00	3.075,00	2.615,00	1.380,00	2.273,00	7.600,00
Livraria Globo		114,00	79,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

(Valores em R\$ mil)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Setor: Comércio (continuação)									
Loj Americanas	0,00	0,00	51.516,00	12.650,00	0,00	14.574,00	89.246,00	90.000,00	88.759,00
Lojas Hering		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lojas Renner	4.995,00	6.031,00	4.837,00	4.838,00	273,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Minasmaquinas		245,00	101,00	71,00	46,00	87,00	83,00	204,00	525,00
Natura								33.717,00	216.352,00
Pao de Acucar	30.136,00	41.784,00	45.013,00	15.957,00	195.000,00	60.774,00	59.441,00	54.792,00	89.059,00
Sole Comex		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Submarino									0,00
Setor: Construção									
Azevedo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cimob Partic		0,00	49,00	52,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Const Adolpho Linde		0,00	0,00	0,00	0,00	242,00	0,00	33,00	0,00
Const Beter	113,00	120,00	36,00	558,00	497,00	120,00	1.714,00	327,00	1.202,00
Cyrela Realt	1.935,00	0,00	9.598,00	9.857,00	39.750,00	26.000,00	11.267,00	7.872,00	35.000,00
Gafisa			0,00	0,00	0,00	5.776,00	0,00	0,00	0,00
Joao Fortes		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lix da Cunha	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.239,00	2.811,00	505,00	0,00
Mendes Jr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rossi Resid		4.282,00	3.982,00	2.893,00	3.214,00	0,00	1.040,00	0,00	7.713,00
Sergen	1.942,00	1.505,00	1.072,00	240,00	526,00	760,00	209,00	0,00	0,00
Spel Empreendim			0,00	0,00	0,00	1.200,00	0,00	0,00	0,00
Sultepa	0,00	0,00	1.139,00	2.414,00	436,00	627,00	0,00	141,00	0,00
Setor: Eletroeletrônicos									
Brasmotor	32.775,00	20.169,00	14.112,00	8.457,00	19.974,00	37.686,00	30.771,00	28.436,00	10.140,00
Gradiente	4.559,00	0,00	0,00	0,00	120.179,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Itautec	0,00	0,00	0,00	6.648,00	17.842,00	7.884,00	15.959,00	8.715,00	8.791,00
Multibras	63.136,00	38.814,00	41.841,00	8.658,00	47.374,00	141.769,00	90.648,00	27.262,00	7.197,00
Semp Toshiba		0,00	189,00	0,00	469,00	415,00	123,00	750,00	0,00
Springer	5.462,00	216,00	13.520,00	8.125,00	8.756,00	10.006,00	7.000,00	10.000,00	0,00
Trafo	0,00	375,00	2.505,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Setor: Energia Elétrica	1996 (R\$ mil)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
AES Elpa						155.336,00	0,00	0,00	0,00
Aes Sul Dist Energ		0,00	24.805,00	786,00	824,00	31,00	0,00	0,00	0,00
AES Tiete				0,00	11.278,00	71.872,00	65.000,00	185.602,00	276.934,00
Ampla Energ	0,00	0,00	0,00	7.291,00	6.958,00	16.660,00	0,00	13.737,00	5.488,00
Caiua			0,00	3.388,00	0,00	7.525,00	1.191,00	2.661,00	0,00
CEB	7.048,00	6.840,00	7.641,00	5.415,00	6.405,00	10.306,00	0,00	0,00	0,00
CEEE Energia Eletri	0,00	2.997,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Celesc	14.721,00	10.191,00	0,00	985,00	1.014,00	0,00	0,00	27.999,00	47.730,00
Celg	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Celpa		0,00	8.313,00	6.701,00	0,00	8.163,00	2.232,00	15.296,00	50,00
Celpe	34.982,00	47.871,00	55.637,00	63.983,00	59.114,00	128.846,00	12.239,00	92.988,00	18.808,00
Cemat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cemig	129.871,00	272.788,00	470.000,00	274.970,00	187.000,00	214.650,00	220.000,00	320.494,00	692.400,00
Cesp	0,00	366.757,00	311.743,00	55.014,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coelba	0,00	68.946,00	158.307,00	28.981,00	146.724,00	136.444,00	72.095,00	175.215,00	404.555,00
Coelce	0,00	9.820,00	0,00	0,00	0,00	0,00	79.175,00	86.868,00	34.702,00
Copel	116.857,00	150.000,00	136.200,00	122.778,00	160.000,00	170.000,00	0,00	42.584,00	101.533,00
Cosern		0,00	0,00	28.952,00	67.298,00	38.528,00	7.292,00	54.934,00	189.996,00
CPFL Energia				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	289.651,00
CPFL Piratininga						13.515,00	0,00	103.379,00	82.349,00
Elektro			11.718,00	3.009,00	0,00	157.521,00	0,00	0,00	0,00
Eletrobras	747.060,00	1.486.470,00	334.095,00	616.528,00	0,00	1.450.540,00	425.000,00	326.566,00	363.961,00
Eletropaulo Metropo			0,00	160.500,00	464.442,00	156.204,00	0,00	0,00	0,00
EMAE			435,00	0,00	3.623,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Energias BR							0,00	0,00	0,00
Escelsa	19.045,00	31.739,00	35.710,00	22.754,00	15.685,00	4.083,00	1.491,00	43.132,00	45.865,00
F Cataguazes	4.650,00	7.039,00	589,00	643,00	39.909,00	735,00	808,00	17.615,00	19.370,00
Gera Paranapanema			0,00	12.000,00	122.257,00	48.689,00	90.000,00	81.411,00	44.280,00
Inepar Energia		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Light	197.565,00	295.000,00	230.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
LightPar	15.042,00	11.566,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Paul F Luz	34.731,00	202,00	144.282,00	184.918,00	0,00	0,00	164.386,00	0,00	455.175,00
Rio Grande Energia			31.800,00	92.590,00	75.263,00	75.263,00	75.263,00	0,00	46.165,00
Tractebel			1.812,00	0,00	136.799,00	176.300,00	0,00	675.657,00	590.032,00
Transmissao Paulist			0,00	0,00	25.986,00	64.871,00	149.135,00	147.249,00	75.000,00
VBC Energia			0,00	0,00	0,00	451.666,00	0,00	1.381,00	66.253,00

[illegible]

Setor: Química	1996 (R\$ mil)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bombril	7.371,00	9.686,00	20.000,00	40.001,00	11.300,00	0,00	6.784,00	0,00	0,00
Braskem	75.085,00	77.633,00	72.255,00	83.988,00	121.231,00	91.232,00	34.082,00	4.800,00	209.833,00
Copesul	86.724,00	117.782,00	149.102,00	100.000,00	143.799,00	3.592,00	90.756,00	152.138,00	544.446,00
Elekeiroz	3.923,00	0,00	0,00	5.453,00	2.317,00	0,00	0,00	11.020,00	20.414,00
Fertibras	7.723,00	13.114,00	9.654,00	8.083,00	13.350,00	7.935,00	16.020,00	23.501,00	28.769,00
Fosfertil	83.346,00	138.547,00	84.820,00	68.181,00	64.792,00	58.801,00	247.152,00	87.393,00	290.501,00
M&G Poliest	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	15.256,00
Millennium	0,00	0,00	1.717,00	4.736,00	5.000,00	7.126,00	12.071,00	11.049,00	33.775,00
Petroflex	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3.547,00	51.082,00
Petroquímica Uniao	4.308,00	23.433,00	52.928,00	77.356,00	120.000,00	84.754,00	89.533,00	80.207,00	93.638,00
Petroquisa	71.148,00	92.604,00	684.728,00	330.000,00	173.061,00	3.976.122,00	34.487,00	63.256,00	84.680,00
Polialden	3.493,00	3.493,00	3.493,00	7.285,00	50.662,00	39.250,00	8.017,00	17.903,00	52.885,00
Politeno	3.051,00	4.136,00	22.298,00	38.437,00	50.661,00	41.526,00	21.658,00	92.251,00	109.438,00
Pronor	679,00	0,00	8.107,00	25.058,00	14.729,00	40.280,00	11,00	8,00	12.912,00
Suzano Petroquim						4.253,00	12.892,00	7.054,00	42.172,00
Trorion		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Ultrapar			25.850,00	65.002,00	54.328,00	250.766,00	76.252,00	72.865,00	165.243,00
Unipar	5.827,00	0,00	0,00	45.257,00	30.480,00	36.246,00	34.954,00	32.808,00	64.483,00
Yara Brasil	0,00	341,00	0,00	0,00	121,00	0,00	13.219,00	23.847,00	106.899,00
Setor: Siderurgia e Metalurgia									
Acesita	1.744,00	1.803,00	0,00	0,00	26.906,00	11.615,00	0,00	0,00	0,00
Aco Altona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Acos Villares	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	147.782,00
Aliperti		1.508,00	1.500,00	1.502,00	1.550,00	2.700,00	3.894,00	3.775,00	0,00
Arcelor BR	25.845,00	25.543,00	46.039,00	51.978,00	201.626,00	100.193,00	131.465,00	220.974,00	365.305,00
Caraíba Metais	386,00	317,00	335,00	0,00	27.307,00	41.424,00	53.444,00	14.070,00	2.692,00
CBC Cartucho			0,00	0,00	720,00	712,00	2.709,00	3.549,00	3.689,00
Confab	11.873,00	11.873,00	19.986,00	14.094,00	12.297,00	28.365,00	40.551,00	59.447,00	22.634,00
Eluma	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ferbasa	1.844,00	629,00	361,00	3.627,00	4.877,00	9.632,00	11.778,00	20.201,00	24.295,00
Ferragens Haga		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fibam	524,00	524,00	48,00	0,00	0,00	0,00	353,00	358,00	712,00
Forjas Taurus	4.543,00	1.792,00	5.332,00	5.548,00	5.332,00	8.242,00	0,00	6.502,00	6.926,00

(Valores em R\$ mil)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Setor: Siderurgia e Metalurgia (continuação)									
Gazola		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gerdau	18.560,00	41.744,00	59.434,00	97.938,00	125.295,00	174.160,00	269.032,00	351.546,00	938.872,00
Gerdau Met	29.730,00	42.220,00	60.470,00	101.805,00	119.532,00	167.449,00	322.891,00	354.015,00	966.119,00
Hercules	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.811,00	1.740,00	0,00	0,00
Kepler Weber	0,00	1.162,00	944,00	0,00	252,00	4.427,00	2.562,00	4.443,00	5.701,00
Mangels	0,00	601,00	0,00	1.175,00	766,00	375,00	0,00	1.880,00	4.835,00
Met Duque		2.313,00	1.948,00	1.192,00	1.243,00	1.800,00	1.754,00	2.002,00	1.702,00
Metal Iguacu		1.378,00	1.784,00	2.664,00	4.359,00	3.525,00	2.287,00	4.060,00	3.933,00
Metisa	1.068,00	1.105,00	1.247,00	1.247,00	1.251,00	1.618,00	2.521,00	2.966,00	3.902,00
Micheletto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mundial	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2.628,00	2.457,00	0,00	0,00
Panatlantica		412,00	1.029,00	549,00	619,00	496,00	2.239,00	6.738,00	8.718,00
Paranapanema	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rimet	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sam Industr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sid Nacional	116.492,00	235.520,00	245.614,00	242.800,00	1.917.666,00	926.065,00	343.482,00	1.223.438,00	2.303.045,00
Tekno		560,00	560,00	1.360,00	3.299,00	3.601,00	6.090,00	8.668,00	8.932,00
Usiminas	151.714,00	195.704,00	143.728,00	80.815,00	94.000,00	96.010,00	0,00	400.010,00	1.084.329,00
Setor: Software e Dados									
Universo Online							0,00	0,00	0,00
Setor: Telecomunicações									
Amazonia Celular			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8.380,00	0,00
Americel			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Brasil T Par			102.578,00	200.911,00	171.122,00	228.206,00	328.910,00	307.982,00	436.866,00
Brasil Telecom	35.609,00	41.381,00	36.447,00	63.859,00	203.307,00	231.700,00	324.650,00	246.200,00	444.500,00
CRT Celular			0,00	0,00	0,00	23.988,00	39.696,00	55.000,00	75.300,00
Embratel Part			80.884,00	153.143,00	214.170,00	0,00	23.728,00	121.908,00	37.540,00
Geodex							0,00	0,00	0,00
Inepar Telecom		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
La Fonte Telecom			917,00	2.639,00	46.120,00	52.642,00	65.743,00	57.361,00	117.822,00
LF Tel				0,00	46.120,00	52.642,00	67.923,00	57.361,00	117.822,00
Tele Centroeste Cel			69.479,00	44.619,00	43.753,00	98.968,00	95.066,00	134.363,00	133.104,00

(Valores em R\$ mil)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Setor: Telecomunicações (continuação)									
Tele Leste Celular			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tele Norte Celular			7.253,00	4.023,00	10.161,00	0,00	0,00	7.123,00	0,00
Tele Sudeste Celula			85.312,00	25.293,00	46.906,00	50.297,00	103.879,00	43.645,00	25.508,00
Telefonica				593.000,00	1.012.000,00	252.000,00	403.000,00	11.171.000,00	12.353.000,00
Telefonica Data Hld						0,00	0,00	0,00	0,00
Telemar Norte Leste	60.953,00	168.097,00	0,00	0,00	0,00	708.889,00	849.997,00	869.411,00	1.350.000,00
Telemar-Tele NL Par			241.148,00	250.987,00	409.053,00	466.906,00	668.365,00	654.201,00	1.348.110,00
Telemig Celul Part			0,00	10.839,00	18.781,00	31.762,00	31.767,00	48.576,00	53.228,00
Telesp Cel Part			142.802,00	65.756,00	100.356,00	0,00	0,00	92.249,00	509.304,00
Telesp Operac	255.347,00	329.540,00	725.967,00	981.066,00	819.368,00	1.060.392,00	1.026.791,00	3.800.000,00	3.098.290,00
Telet				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tim Participacoes			36.136,00	17.228,00	11.756,00	21.641,00	28.773,00	39.146,00	74.932,00
Telemar-Tele NL			241.148,00	250.987,00	409.053,00	466.906,00	668.365,00	654.201,00	1.348.110,00
Setor: Têxtil									
Alpargatas	482,00	0,00	6.708,00	12.033,00	16.082,00	11.998,00	27.391,00	27.395,00	36.105,00
Buettner	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cambuci	149,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cedro	6.330,00	4.802,00	901,00	4.660,00	6.611,00	6.538,00	6.442,00	5.880,00	7.698,00
Cia Hering	22,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Coteminas	20.958,00	15.128,00	10.390,00	13.678,00	22.568,00	30.984,00	55.099,00	53.009,00	55.682,00
Dohler	0,00	2.046,00	2.082,00	4.731,00	5.237,00	5.787,00	6.147,00	4.835,00	4.961,00
Encorpar		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F Guimaraes			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fab C Renaux	0,00	1.157,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Grendene								17.121,00	133.482,00
Guararapes	7.492,00	9.990,00	10.239,00	13.112,00	0,00	12.401,00	18.408,00	0,00	29.640,00
Inds Cataguases			0,00	4.098,00	2.642,00	477,00	0,00	0,00	4.075,00
Karsten	884,00	336,00	1.089,00	3.108,00	1.500,00	4.800,00	6.500,00	5.000,00	5.092,00
Kuala	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Marisol	0,00	4.061,00	3.850,00	16.500,00	9.431,00	4.747,00	3.209,00	6.000,00	14.000,00
Pettenati	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Santanense		154,00	24,00	563,00	1.892,00	0,00	0,00	0,00	0,00

(Valores em R\$ mil)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Setor: Têxtil (continuação)									
Santista Têxtil	0,00	4.650,00	4.650,00	10.444,00	14.100,00	3.643,00	26.072,00	16.548,00	17.753,00
Schlosser	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Staroup	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tecel. Blumenau			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tecel.S.Jose	627,00	627,00	627,00	627,00	628,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Teka	1.139,00	0,00	767,00	0,00	0,00	2.038,00	0,00	0,00	0,00
Tex Renaux	961,00	1.024,00	960,00	960,00	960,00	960,00	0,00	0,00	273,00
Vicunha Têxtil			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vulcabras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wembley	20.526,00	16.458,00	6.673,00	17.379,00	11.843,00	16.255,00	31.861,00	39.037,00	51.597,00
Setor: Transportes e Serviços									
AGConcessoes							0,00	10.757,00	20.188,00
ALL America Latina		0,00	0,00	0,00	0,00	488,00	0,00	0,00	36.776,00
BR Ferrovias			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CCR Rodovias				0,00	0,00	0,00	29.614,00	50.066,00	201.639,00
Docas Imbituba		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ferrovia Centro Atl			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gol							0,00	26.502,00	60.676,00
Localiza									58.859,00
OHL Brasil									9.196,00
TAM			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Varig	0,00	14.464,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Varig Servicos					0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vasp	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Setor: Veículos e Peças									
Arteb		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bic Caloi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bic Monark			5.457,00	5.457,00	5.457,00	15.871,00	27.512,00	20.918,00	11.368,00
Cobrasma		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DHB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Embraer	0,00	0,00	55.253,00	123.530,00	287.740,00	403.853,00	330.439,00	195.200,00	585.173,00
Fras-Le	0,00	3.606,00	2.916,00	1.013,00	3.752,00	6.532,00	16.262,00	17.195,00	12.176,00

(Valores em R\$ mil)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Setor: Veículos e Peças (continuação)									
Iochp-Maxion	0,00	0,00	0,00	0,00	7.500,00	10.245,00	0,00	0,00	16.118,00
Marcopolo	5.745,00	18.375,00	21.085,00	3.889,00	7.511,00	20.484,00	21.352,00	40.006,00	38.208,00
Metal Leve	0,00	897,00	0,00	10.185,00	20.000,00	38.000,00	39.647,00	50.147,00	171.459,00
Plascar	0,00	2.640,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Randon Part	79,00	4.494,00	39.658,00	0,00	1.964,00	2.717,00	10.126,00	19.984,00	38.251,00
Recrusul	1.657,00	486,00	483,00	186,00	655,00	323,00	0,00	91,00	0,00
Riosulense		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	58,00	360,00	444,00
Schulz	0,00	500,00	0,00	200,00	0,00	0,00	334,00	974,00	2.451,00
Tupy	0,00	0,00	0,00	3.547,00	4.896,00	5.661,00	0,00	988,00	4.172,00
Wetzel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wiest	491,00	248,00	168,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tabela 1 - Resultado da Correção Monetária de Balanços consolidado por Setor (em milhares de reais)

Total do Setor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	(686,69)	148,78	29,28	3.793,90	4.973,60	6.354,71	14.629,82	4.429,01	4.702,44
Alimentos e Bebidas	118.131,98	147.815,05	48.212,53	958.533,09	328.122,62	353.184,83	816.914,65	386.959,15	1.171.087,45
Comércio	(25.521,84)	(1.541,85)	11.394,50	32.634,47	88.199,90	67.670,20	344.478,31	92.261,41	231.808,67
Construção	(63.030,21)	(74.004,05)	(18.253,29)	(215.486,60)	(107.064,71)	(132.276,04)	(360.260,92)	(107.152,98)	(203.478,20)
Eletroeletrônicos	33.372,66	(930,44)	2.348,29	119.620,56	38.890,71	(22.894,87)	169.395,06	34.903,94	62.043,86
Energia Elétrica	2.139.159,35	2.794.142,63	1.040.182,40	11.636.052,86	6.394.427,97	8.006.900,82	21.312.359,49	6.618.967,16	9.850.291,08
Minerais não Metálicos	(5.891,71)	(2.206,38)	(313,72)	15.221,99	4.576,31	4.880,93	16.146,02	3.932,18	6.714,56
Mineração	300.559,79	230.120,40	67.907,95	849.959,61	777.385,29	920.844,81	2.485.374,59	1.196.296,52	2.183.434,45
Máquinas Industriais	(10.348,46)	(8.478,28)	(524,53)	(18.248,47)	(14.131,89)	(6.646,74)	49.291,10	(1.363,94)	(15.050,90)
Papel e Celulose	359.810,98	200.288,37	47.174,80	567.030,94	390.378,69	731.140,49	2.120.417,96	750.965,41	1.023.988,76
Petróleo e Gás	(366.419,05)	(180.988,70)	49.252,39	2.461.491,64	1.450.493,79	1.465.785,88	5.201.627,77	3.071.219,70	4.798.898,98
Química	(80.826,91)	6.990,88	10.622,06	(23.210,39)	(61.871,81)	453.365,64	2.096.760,15	695.148,22	1.104.530,87
Siderurgia e Metalurgia	801.762,82	807.237,56	212.629,40	4.042.063,76	1.999.968,52	2.593.592,35	7.314.617,92	2.257.826,52	3.777.361,82
Software e Dados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(20.633,60)	23.887,71	48.702,19
Telecomunicações	460.747,12	344.514,96	315.428,17	15.569.837,99	10.442.236,63	13.820.920,98	27.677.069,14	10.627.633,06	16.328.167,04
Têxtil	81.916,56	(108,01)	(658,37)	61.874,45	67.467,51	38.728,98	165.255,03	42.310,39	64.472,89
Transportes e Serviços	276.415,15	219.777,29	55.809,41	1.544.538,74	815.894,79	883.145,74	2.402.107,29	972.653,93	1.625.561,68
Veículos e Peças	65.566,48	103.200,21	20.496,23	284.868,29	135.439,72	152.593,17	353.310,60	131.847,52	253.271,49

Tabela 2 – Total dos Dividendos Distribuídos Consolidados por Setor (em milhares de reais)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	0,00	0,00	0,00	113,00	0,00	0,00	159,00	0,00	1.596,00
Alimentos e Bebidas	116.906,00	197.060,00	237.783,00	68.233,00	247.061,00	526.480,00	602.624,00	1.281.141,00	1.688.654,00
Comércio	77.644,00	68.638,00	116.711,00	58.814,00	220.120,00	94.922,00	173.186,00	190.340,00	427.503,00
Construção	3.990,00	5.907,00	15.876,00	16.014,00	44.423,00	36.964,00	17.041,00	8.878,00	43.915,00
Eletroeletrônicos	105.932,00	59.574,00	72.167,00	31.888,00	214.594,00	197.760,00	144.501,00	75.163,00	26.128,00
Energia Elétrica	1.321.572,00	2.768.226,00	1.963.087,00	1.692.186,00	1.530.579,00	3.557.748,00	1.365.307,00	2.414.768,00	3.850.297,00
Minerais não Metálicos	9.757,00	20.948,00	49.363,00	144.959,00	72.721,00	40.792,00	54.158,00	27.673,00	35.885,00
Mineração	275.068,00	541.933,00	758.378,00	896.589,00	1.300.553,00	1.819.701,00	1.078.082,00	2.305.255,00	3.638.977,00
Máquinas Industriais	34.258,00	52.574,00	68.739,00	59.945,00	92.199,00	239.922,00	186.563,00	171.589,00	214.461,00
Papel e Celulose	71.818,00	47.448,00	48.661,00	213.933,00	383.755,00	420.463,00	444.077,00	1.157.848,00	1.057.709,00
Petróleo e Gás	463.475,00	560.693,00	839.842,00	994.377,00	2.724.406,00	4.009.476,00	2.874.788,00	5.826.425,00	5.581.720,00
Química	352.678,00	480.769,00	1.134.952,00	898.837,00	855.831,00	4.641.883,00	697.888,00	683.647,00	1.926.426,00
Siderurgia e Metalurgia	364.323,00	566.708,00	590.359,00	608.294,00	2.548.897,00	1.586.848,00	1.201.249,00	2.688.642,00	5.904.123,00
Software e Dados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Telecomunicações	351.909,00	539.018,00	1.770.071,00	2.664.350,00	3.562.026,00	3.746.939,00	4.726.653,00	18.368.107,00	21.523.436,00
Têxtil	59.570,00	60.433,00	48.960,00	101.893,00	93.494,00	100.628,00	181.129,00	174.825,00	360.358,00
Transportes e Serviços	0,00	14.464,00	0,00	0,00	0,00	488,00	29.614,00	87.325,00	387.334,00
Veículos e Peças	7.972,00	31.246,00	125.020,00	148.007,00	339.475,00	503.686,00	445.730,00	345.863,00	879.820,00