

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DE RIBEIRÃO PRETO  
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE

LÍSIA DE MELO QUEIROZ

**Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração**

Orientador: Prof. Dr. Roni Cleber Bonizio

RIBEIRÃO PRETO  
2008

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

Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão  
Preto

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

LÍSIA DE MELO QUEIROZ

**Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Roni Cleber Bonizio

RIBEIRÃO PRETO  
2008

QUEIROZ, L. M. **Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração.** 2008. 151 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

## ERRATA

<b>Página</b>	<b>Linha</b>	<b>Onde se lê</b>	<b>Leia-se</b>
05	30	Edgard Monforte	Dr. Edgard Monforte
14	08	base no BP e na DRE	base nas NE
22	16	relevância existente	relevância da diferença existente
23	19	o problema de pesquisa investiga	investiga-se no problema de pesquisa
33	05	maior de <i>disclosure</i>	maior <i>disclosure</i>
38	06	goodwil <sup>4</sup> 1	goodwill <sup>4</sup>
41	23	Mantega, Guido. MANTEGA	MANTEGA
43	19	34%	34% (simplificação: IRPJ + CSLL)
100	04	base no BP e na DRE	base nas NE
102	06	grande variação	variação
103	01	grande oscilação	oscilação
103	04	diferenças significativas	diferenças
104	01	variações expressivas	variações
105	07	diferenças significativas	diferenças
107	10	bastante oscilação	oscilação
112	07	divergências consideráveis	divergências

Queiroz, Lísia de Melo

Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração. Ribeirão Preto, 2008.

151 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Bonizio, Roni Cleber.

1. Custo de capital de terceiros. 2. Formas de apuração. 3. Nota explicativa.

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Lísia de Melo Queiroz

Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração

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

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. Roni Cleber Bonizio

Instituição FEA-RP/USP

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

## **DEDICATÓRIA**

**Dedico esta dissertação  
a Deus, pelos dias vividos,  
cada lição aprendida e  
cada prece atendida.**

**Ao meu marido Márcio,  
que tanto me incentivou e auxiliou  
nesta dura etapa de minha vida.**

**Aos meus filhos Lucas e Luan,  
por todos os momentos em  
que estive ausente, e por tudo o que  
só o amor é capaz de construir.**

**A meus pais,  
Geraldo (*In Memoriam*) e Lazineira,  
por representarem a origem de  
tudo que sou e por tudo que fizeram  
por mim, em toda a minha vida.**

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, meu Senhor e Salvador, pelas glórias alcançadas em toda a minha vida. Em todos os momentos difíceis, eu me lembrei d'Ele: "O Senhor é meu pastor, e nada me faltará!" Salmos 23:1.

A Márcio, meu amado marido, amigo e companheiro de todas as horas, que sempre esteve ao meu lado em todas as minhas decisões. O seu amor, apoio irrestrito, compreensão e carinho tornaram essa difícil fase da minha vida menos dolorosa.

Aos meus adorados filhos, Lucas e Luan, que são a mola propulsora da minha vida e por entenderem os momentos de dedicação a este estudo.

À Lazineira, minha querida mãe, que sempre foi um exemplo para minha vida, de força e coragem, e por todos os esforços e sacrifícios realizados para criar seus 6 filhos e ajudar com seus 17 netos. A Edmar, meu padrastrô, pelo carinho que sempre dispensou a todos nós.

Ao meu querido pai, Geraldo (*In Memoriam*), que, mesmo tendo partido, continua vivo em minha memória e iluminando a minha vida. Saudades!

Ao meu orientador, Prof. Dr. Roni Cleber Bonizio, pela paciência e auxílio em tantos prês-projetos, pela idéia de tema deste trabalho, pelos ensinamentos em nossas reuniões, tanto nas "brincas" iniciais quanto no incentivo e apoio final, fundamentais na concretização deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle, pelas sugestões valiosas, desde o workshop, em que este trabalho era apenas uma idéia; posteriormente, pelas contribuições importantes na qualificação e, finalmente, no auxílio às dúvidas enviadas por e-mail.

Ao Prof. Dr. Sílvio Hiroshi Nakao, pelas sugestões e colaborações na fase de qualificação, bem como pelos ensinamentos transmitidos em sala de aula.

Ao Prof. Dr. Evandro Marcos Saidel Ribeiro, por ter nos ensinado algo que achávamos tão impossível, com tanta dedicação, apoio, humildade e disposição em ajudar.

Ao Prof. Dr. Alexandre Assaf Neto pelo prazer em te-lo como professor, pelos ensinamentos adquiridos em sala de aula e, também, por ter aceito o convite para fazer uma palestra em Uberlândia.

Aos Professores da FEA-RP/USP: Dr. Eliseu Martins, Dr. Roberto Vatan, Dra. Adriana Procópio, Dr. Marcelo Nagano e Edgard Monforte, pelos valiosos ensinamentos em sala de aula, pelo carinho e atenção dispensada a todos nós, mestrandos.

Aos meus Professores da Graduação e das Especializações da Universidade Federal de Uberlândia que, com seus ensinamentos, me permitiram ingressar no Mestrado.



A todos os companheiros da sala da pós (sala 58), que amanheceram e anoiteceram nos estudos, os quais eram sempre solícitos e cuja ajuda mútua era sempre constante.

À Mara Alves Soares, amiga fiel, testemunha e parceira de cada sufoco enfrentado e cada lágrima derramada. Companheira de viagem, de quarto, de todos os trabalhos e seminários realizados. E quem me ensinou o sentido da frase: “Isso também passa!”.

A Flávio Leonel de Carvalho, por todo o apoio em R.P. e por ser nosso “defensor”!

À Marli Auxiliadora Silva, pela companhia nas viagens e disponibilidade em ajudar.

Aos demais colegas de mestrado que, dolorosamente, cumpriram essa etapa tão difícil de nossas vidas: Andrei Aparecido de Albuquerque, Victor de Oliveira, Raphael Pazetto Gonçalves, Kelly Teixeira Rodrigues Farias, Nara Rossetti, Carlos Henrique Kitagawa e Emerson Tadeu Gonçalves Rici, e por todo companheirismo, apoio, e ótimas discussões que me permitiram maior aprendizado.

Aos funcionários da pós-graduação da FEA-RP, Eduardo Castaldelli Júnior e Érika de Lima Veronezi Costa, que não mediram esforços em ajudar os alunos com muita paciência e dedicação. À Ângela e Cidinha da FEA-RP que, carinhosamente, nos ofereciam sempre uma xícara de café para espantar o cansaço físico e continuar nos estudos.

À doce Silvana e sua família (incluindo o Lobo), que cederam a mim e à Mara, muito mais do que uma parte de sua casa; cederam sim, uma parte do seu lar, do seu carinho, da sua preocupação e do seu coração.

Ao Sr. Daniel Klijn, da *NYSE Euronext*, que forneceu dados essenciais a esta pesquisa.

À Selma e Maria Cristina, pelo cuidado e atenção com que corrigiram este trabalho.

A todos da Fundação CDL que, por mais de 5 anos, acreditaram e confiaram em mim, e à qual sou muito grata por todo o crescimento profissional e aprendizado.

Aos Profs. Ms. Cláudio e Ms. Raïssa Miranda pela confiança em mim depositada.

Aos meus colegas de trabalho da Universidade Presidente Antonio Carlos (UNIPAC).

A todos os meus alunos, aprendizes e treinandos de Uberlândia/MG e Bebedouro/SP, pela grande motivação que me deram para aprender e sempre querer saber mais.

As minhas amigas Elba e Roseli que sempre estiveram em meus pensamentos.

Aos meus sogros, Mário e Elzi, por todo o auxílio com as crianças.

Aos meus irmãos: Everton, Jeferson, Lília, Valtercides e André, os quais são preciosos em minha vida. As minhas cunhadas, sobrinhos, afilhados (Matheus e Gabriela) e a toda a minha querida família que sempre me apoiou e incentivou.

E a todos que rezaram e torceram por mim, por mais uma conquista.

Obrigada a todos!!!

**“Desde os dias de João Batista até agora,  
o reino dos céus é tomado por esforço,  
e os que se esforçam se apoderam dele”.**  
**(BÍBLIA, N.T. Mateus, 11:12).**

**“Ninguém te poderá resistir todos os dias de tua vida;  
como fui com Moisés, assim serei contigo;  
não te deixarei nem te desampararei.  
Sê forte e corajoso,  
porque tu farás este povo herdar a terra que,  
sob juramento, prometi dar a seus pais.  
Tão-somente sê forte e mui corajoso[...]  
Não te mandei eu?  
Sê forte e corajoso; não temas, nem te espantes,  
porque o Senhor, teu Deus,  
é contigo por onde quer que andares”.**  
**(BÍBLIA, A.T. Josué, 1:5-9).**

## RESUMO

QUEIROZ, Lísia de Melo. **Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005: uma comparação de formas de apuração.** 2008. 151 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

O presente estudo tem como objetivo verificar se há diferença significativa entre o custo do capital de terceiros (Ki) apurado com base nas Demonstrações Contábeis (DC) e, a partir das informações contidas nas Notas Explicativas (NE) das empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) da Bovespa, para o período de 2001 a 2005, além de identificar os fatores que as determinam. Faz-se, assim, uma comparação entre duas formas de apuração do Ki, uma que já é utilizada e outra proposta neste estudo. O segmento NMGC foi escolhido porque as empresas que o compõem comprometem-se a melhorar a qualidade das informações prestadas aos *stakeholders*. No Teste de Hipóteses realizado,  $H_0$  indica que não há diferenças significativas entre as duas formas de apuração; e  $H_1$ , que há diferenças significativas entre elas. O Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon indicou que há evidência insuficiente contra a hipótese nula, ou seja, não há evidência amostral para afirmar que há diferença entre as duas formas de apuração, ( $\alpha = 5\%$ ). Apesar disso, a análise gráfica permite levantar algumas suposições acerca das divergências visualizadas: 1 - lançamentos herméticos das receitas e despesas financeiras; 2 - valores operacionais lançados nas despesas financeiras com a permissividade da lei; e 3 - a presença de instrumentos financeiros que interferem no total das despesas financeiras. Contudo, a apuração do Ki pelas NE apresenta-se mais satisfatória que pelas DC, pois eliminam-se as deficiências levantadas, e fornecem aos usuários informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, comparáveis e sobretudo, úteis para a tomada de decisões.

Palavras-Chave: Custo de capital de terceiros. Formas de apuração. Notas Explicativas

## ABSTRACT

QUEIROZ, Lísia de Melo. **Cost of debt in companies from the segment New Market of Corporate Governance of Bovespa, between 2001 and 2005: a comparison of assessment methods.** 2008. 151 p. Dissertation (Master's degree) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

The aim of this study is to verify whether there is any significant difference between the cost of debt ( $K_i$ ), which was assessed based on Accounting Statements (AS), and that from the information contained in Explanatory Notes (EN) of the companies in the segment New Market of Corporate Governance (NMGC) of Bovespa, between 2001 and 2005. In addition, it also identifies the factors that determine this difference. Therefore, we are able to compare both methods of assessing  $K_i$ , one which is already used and another which is proposed in this study. The segment NMGC was chosen because the companies that constitute it are committed to improving the quality of information given to stakeholders. In the Hypothesis Test carried out,  $H_0$  indicates that there are no significant differences between the two assessment methods; on the other hand,  $H_1$  indicates that there are significant differences between them. The Wilcoxon Sign Rank Test showed that there is not enough evidence against the null hypothesis, that is, there is no evidence in the sample in order to state that there is any difference between the two ways of assessing ( $\alpha = 5\%$ ). Despite that, the graphic analysis allows us to make some assumptions about the divergences that were brought up: 1 – hermetic revenue entries; 2 – operational values released on financial expenditure with permission from the law; and 3 – the presence of financial instruments which interfere in the total financial expenditures. However, assessing  $K_i$  through NE is more satisfactory than through DC, because the deficiencies raised are eliminated, and it offers the users understandable, relevant, reliable, comparable and, above all, useful information for the decision-making process.

**Keywords:** Cost of debt. Assessment Methods. Explanatory Notes.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BP – Balanço Patrimonial

CAPM – *Capital Asset Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital

CMPGC – Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa

CP – Curto Prazo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DF Líq. IR – Despesas Financeiras Líquidas dos efeitos dos Impostos sobre o Lucro

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

EUA – Estados Unidos da América

EVA – *Economic Value Added*

FASB - *Financial Accounting Standards Committee*

GC – Governança Corporativa

IAN – Informações Anuais

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores

IGC – Índice de ações com Governança Corporativa diferenciada

IR – Alíquota do Imposto de Renda

ITR – Informações Trimestrais

Ke – Custo do capital próprio

Ki – Custo do capital de terceiros

Ko – Custo do capital próprio numa empresa sem dívidas

KS – Teste de *Kolmogorov-Smirnov*

LP – Longo Prazo

M&M – Modigliani e Miller

MF – Ministério da Fazenda

NE – Notas Explicativas

NM – Novo Mercado

NMGC – Novo Mercado de Governança Corporativa

PO – Passivo Oneroso médio, ou seja, passivo que gera encargos financeiros explícitos

PO CP – Passivo Oneroso médio de Curto Prazo

PO LP – Passivo Oneroso médio de Longo Prazo

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

ROI – Retorno sobre o investimento

S.A. – Sociedade Anônima

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFAC - *Statement of Financial Accounting Concepts*

SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Ativos

SPSS – *Statistical Package for the Social Science*

SW – *Shapiro-Wilk*

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TPSW – Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon

TS – Teste de Sinais

VEA – Valor Econômico Adicionado

WACC – *Weigh Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Custo do Capital de Terceiros das 32 empresas da amostra inicial (BP e DRE)....	86
Tabela 2 - Custo de Capital de Terceiros das 16 empresas (BP e DRE) .....	87
Tabela 3 - Estatística Descritiva das 16 empresas com o Ki calculado pelo BP e DRE .....	88
Tabela 4 - Ki das 10 empresas com dados completos (BP e DRE).....	94
Tabela 5 – Estatística Descritiva das 10 empresas com o Ki calculado pelo BP e DRE.....	95
Tabela 6 – Custo do Capital de Terceiros com base nas informações das NE.....	98
Tabela 7 - Estatística Descritiva das 10 empresas com o Ki calculado pelas NE .....	99

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Pesquisas acadêmicas <i>stricto sensu</i> nos últimos anos .....	31
Quadro 2 - Composição dos empréstimos e financiamentos .....	52
Quadro 3 - Variação da moeda brasileira em relação a outras moedas .....	84
Quadro 4 – Taxas de câmbio.....	85



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Histograma 2001 .....	89
Gráfico 2. Histograma 2002 .....	90
Gráfico 3. Histograma 2003 .....	91
Gráfico 4. Histograma 2004 .....	92
Gráfico 5. Histograma 2005 .....	93
Gráfico 6. Custo do Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos.....	96
Gráfico 7. Custo do Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos.....	100
Gráfico 8 - Ki's da Cia Saneamento Básico SP- Sabesp .....	101
Gráfico 9 - Ki's da Company S.A. ....	102
Gráfico 10 - Ki's da Cyrela Brazil Realty S.A.Empr. Part. ....	103
Gráfico 11 - Ki's da Embraer - Emp. Bras. Aeronautica S.A. ....	104
Gráfico 12 - Ki's da Gafisa S.A. ....	105
Gráfico 13 - Ki's das Lojas Renner S.A. ....	106
Gráfico 14 - Ki's da Perdigão S.A.....	106
Gráfico 15 - Ki's da Rossi Residencial S.A. ....	107
Gráfico 16 - Ki's da São Carlos Empreend. E Particip. S.A.....	108
Gráfico 17 - Ki's da Tractebel Energia S.A. ....	109

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Fatores que compõem o EVA®.....	19
Figura 2. Composição do Ki.....	50
Figura 3. Exemplo de informações extraídas das Notas Explicativas .....	79
Figura 4 – Teste de <i>Kolmogorov–Smirnov</i> e <i>Shapiro-Wilk</i> de todas as séries.....	110
Figura 5 – Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon dos pares de séries .....	111

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>17</b>
1.1 Antecedentes do Problema.....	17
1.2 Justificativa.....	21
1.3 Problema de Pesquisa.....	23
1.4 Hipóteses.....	24
1.5 Objetivos da Pesquisa.....	25
1.6 Limitações da Pesquisa.....	26
1.7 Estrutura do Trabalho.....	28
<b>2 REVISÃO CONCEITUAL.....</b>	<b>30</b>
2.1 Pesquisas acadêmicas sobre temas relacionados.....	30
2.2 Custo do Capital de Terceiros.....	40
2.2.1 Passivo Oneroso.....	50
2.2.2 Despesas Financeiras.....	56
2.3 Evidenciação da despesa financeira.....	58
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>65</b>
3.1 Metodologia sob o ponto de vista de método de pesquisa.....	65
3.2 Metodologia sob o ponto de vista dos procedimentos adotados.....	66
3.2.1 Definição do Universo e Amostra.....	69
<b>4 PROCEDIMENTOS EXECUTADOS, RESULTADOS E ANÁLISES.....</b>	<b>76</b>
4.1 Procedimentos Executados nas Duas Formas de Apuração do Ki.....	76
4.2 Resultados e Análise dos Resultados das Duas Formas de Apuração.....	82
4.2.1 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Demonstrações Contábeis.....	83
4.2.2 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Notas Explicativas.....	97
4.3 Comparação dos Resultados.....	101
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>116</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>121</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>128</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Antecedentes do Problema

Um gestor toma diariamente várias decisões que afetam a lucratividade de uma empresa. Essas decisões, sob o ponto de vista das finanças corporativas, podem ser classificadas fundamentalmente em dois grupos: decisões de investimento e decisões de financiamento.

As decisões de investimento são aquelas que são tomadas, visando à alocação dos recursos de que a empresa dispõe. Brealey e Myers (1992) comentam que as decisões de investimento são fundamentais para o desenvolvimento da empresa, e elas refletem as escolhas estratégicas feitas pelos gestores dos níveis hierárquicos superiores.

Já as decisões de financiamento são aquelas que buscam selecionar a fonte de recursos da empresa. As fontes de recursos são os recursos próprios ou os recursos oriundos de terceiros. Os recursos próprios provêm dos lucros auferidos pela empresa, pelas reservas que ela possui e pelo capital social, que compõem o patrimônio líquido da sociedade. Os recursos de terceiros são originários dos passivos não onerosos e dos passivos onerosos existentes numa empresa.

Os passivos não onerosos recebem esta denominação por não gerarem ônus explícitos para as empresas que os possuem. São constituídos pelos fornecedores a pagar, tributos a recolher, provisões diversas, dividendos propostos, salários a pagar, entre outros. Eles surgem naturalmente com a atividade operacional da empresa, por isso é que são considerados deduções dos ativos para fins de apuração dos valores investidos na empresa (pelos sócios e

por terceiros). Assim, o ativo total deduzido dos passivos não onerosos são chamados de investimentos.

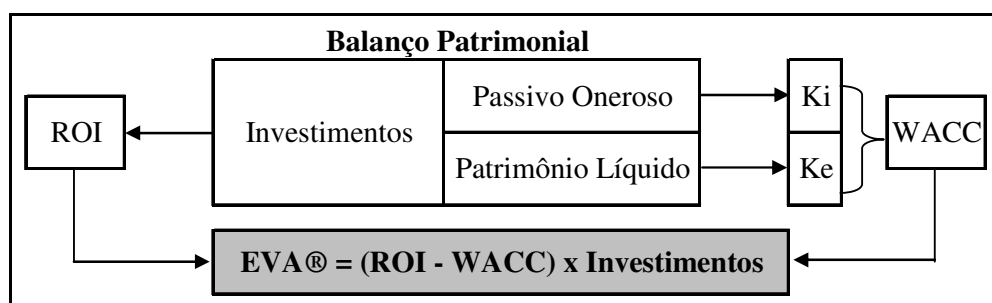
Já os passivos onerosos são os empréstimos e financiamentos, títulos e debêntures, os quais recebem esta denominação por gerarem ônus explícitos (despesas financeiras), as quais são informadas na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) do período. Assim, as despesas financeiras refletem, nos resultados apurados em cada período, o custo do capital de terceiros utilizado.

Além do custo do capital de terceiros ( $K_i$ ), há também o custo do capital próprio ( $K_e$ ) dos sócios. Para Araújo, Lima e Assaf Neto (2006, p. 4), “o custo de capital próprio é a taxa de retorno requerida para investimento dos fundos dos acionistas na empresa”.

A combinação do percentual de participação de capital próprio e capital de terceiros, e o custo de cada uma destas fontes de capitais representam o custo médio de capital de uma empresa. Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 268), este custo “é uma média ponderada dos custos de capital próprio e do custo de capital de terceiros, também costuma ser chamado de custo médio ponderado de capital [...]” ou *Weigh Average Cost of Capital* (WACC). Em consonância com essa definição, Gitman (1984, p. 479) afirma que este custo “é encontrado ponderando-se o custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa”. Flink e Grunewald (1976) complementam que é muito importante o administrador financeiro analisar o WACC da empresa, pois somente deverá aceitar um projeto de investimento que contemple um retorno maior do que o WACC. Dessa maneira, gera riqueza para o acionista, o que pode ser melhor visualizado na ilustração 1.

Assaf Neto (2005) acrescenta que o custo total de capital representa a taxa de atratividade da empresa e indica a remuneração mínima que deve ser exigida na alocação de capital (decisões de investimento), visando à maximização de seu valor. Portanto, quanto mais alto for este custo total de capital, maior será a taxa mínima de atratividade que os projetos de

investimento deverão atingir para que sejam viáveis. Assaf Neto (2005) complementa que um investimento que oferece um retorno menor que o WACC leva a uma destruição de valor pela empresa, reduzindo a riqueza de seus acionistas. Porém, se os retornos operacionais superarem a taxa de atratividade, há uma agregação de valor econômico pela geração de resultados superiores ao mínimo exigido pelos proprietários de capital. Essa agregação de valor econômico é conhecida como EVA®<sup>1</sup> ou VEA (Valor Econômico Adicionado), e sua formação pode ser vista na ilustração 1.



Onde:

- ROI: Retorno sobre o investimento
- Ke: Custo do Capital Próprio
- Ki: Custo do Capital de Terceiros
- WACC: Custo Médio Ponderado de Capital

Figura 1. Fatores que compõem o EVA®

O EVA® ou VEA, visto na ilustração 1, demonstra, quando positivo, que o retorno dos investimentos superou o custo médio ponderado do capital da empresa. Para Assaf Neto (2005, p. 181), a expressão  $[ROI - WACC]$  é o “*spread* econômico da empresa, indicativo do potencial das estratégias financeiras adotadas em agregar valor aos acionistas”, ou também, “em quanto o retorno dos investimentos superou as expectativas de remuneração dos proprietários de capital”. Assim, as empresas voltadas à gestão baseada em valor procuram maximizar a eficiência das decisões operacionais, minimizar o custo de capital e implementar

<sup>1</sup> EVA®, *Economic Value Added*, é uma marca registrada da Stern Stewart & Co.

investimentos com taxa de retorno maior que o WACC, no intuito de agregar valor aos acionistas.

Assaf Neto (2005, p. 181) complementa que o VEA revela “inúmeras outras oportunidades de ganhos econômicos, como as provenientes de uma melhor gestão do risco, escolha da melhor estrutura de capital, maior giro, entre outras [...]”.

Para Backes (2002), o EVA® é uma excelente ferramenta que alinha os objetivos e interesses da equipe gerencial com os dos acionistas, demonstrando, por meio de um número, se o conjunto de ações tomadas agregou ou destruiu valor para o acionista.

Bonizio (2005) afirma que o EVA® é uma medida de desempenho para toda a sociedade, e não somente para o acionista, constituindo-se em um direcionador de ações que modela todo o processo de gestão, incluindo o acompanhamento do desempenho a ele relacionado. Seu uso contribui para a eficácia não só das organizações, no exercício do seu papel de alocar recursos, como também de toda a sociedade, que direta ou indiretamente beneficia-se dessa eficácia. Portanto, o uso do EVA® como instrumento de gestão proporciona a melhoria do desempenho da empresa e alinha os interesses entre credores e acionistas, uma vez que revela um lucro residual após o cumprimento das obrigações com terceiros e acionistas. Contudo, o EVA® revela a maximização da riqueza dos seus acionistas e, sendo assim, todos os itens que o compõem devem ser apurados adequadamente. Portanto, neste estudo, busca-se testar uma nova forma de apuração do custo de capital de terceiros (Ki), no intuito de verificar se há ou não divergência no resultado quando comparado com outra forma de apuração já utilizada para encontrar o custo das dívidas da empresa.

O custo das dívidas para com terceiros é de interesse dos *stakeholders*<sup>2</sup>, pois revela, dentre outros, o nível de risco que a empresa opera. Normalmente, estes *stakeholders* não

---

<sup>2</sup> Os *stakeholders* são os vários grupos de interesses na empresa, sejam eles: clientes, colaboradores, investidores, fornecedores, comunidade etc.

possuem informações internas, e necessitam de informações claramente evidenciadas nos demonstrativos contábeis publicados para que se possa calcular o Ki adequadamente.

A publicação de informações contábeis que sejam relevantes e necessárias para todos os *stakeholders*, mesmo que adicionais à legislação, é conhecida como evidenciação ou *disclosure*, e garante, a todos os tipos de usuários, informações completas sobre a situação financeira e os resultados da companhia. Este assunto é melhor especificado na seção 2.3 - Evidenciação da despesa financeira.

A evidenciação de informações contábeis é um dos objetos de estudo neste trabalho, uma vez que no mesmo é realizada uma comparação de duas formas de apuração do Ki a partir das demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas de capital aberto: uma que já é utilizada com frequência e outra proposta neste trabalho, que se vale do nível de transparência de grandes empresas nas informações contidas nas suas Notas Explicativas (NE), e pela qual se busca verificar se há, ou não, divergências nos resultados encontrados em ambas. Faz-se, no capítulo 2, um levantamento no nível de *disclosure* que a legislação atual solicita nos demonstrativos contábeis e verifica-se se ele atende à necessidade dos usuários externos. Verifica-se, também, se o atual nível de *disclosure* que é exigido pela legislação, e que as empresas estão realizando, é suficiente para calcular o Ki, adequadamente, no intuito de atender às necessidades dos vários grupos de interesse, ou seja, os *stakeholders*.

## **1.2 Justificativa**

Diante da necessidade de informações contábeis para a tomada de decisão, mostradas na seção anterior, aliada à necessidade de acurácia, neste estudo, propõe-se uma forma diferenciada para a apuração do custo de capital de terceiros. E também é demonstrado que a atual forma de apuração utilizada, pela qual o Ki é apurado por meio da divisão das despesas



financeiras líquidas do Imposto de Renda, pelo passivo oneroso médio de curto e longo prazo, apresenta ineficiências.

As ineficiências percebidas nesta forma de apuração estão basicamente na utilização de valores indevidos nas despesas financeiras, as quais apresentam problemas de evidenciação que são: (i) despesas financeiras não segregadas das receitas financeiras; (ii) descontos comerciais incluídos nas despesas financeiras, os quais representam o resultado operacional e não o financeiro; (iii) outros valores lançados indevidamente nas despesas financeiras.

Uma outra ineficiência apresentada ocorre quando a empresa não segrega as despesas financeiras das receitas financeiras e, neste caso, coloca no campo destinado à despesa financeira o valor zero. Isto inviabiliza o cálculo, uma vez que o divisor da fórmula apresenta-se como zero, e, conseqüentemente o resultado torna-se zero também. Neste caso, torna-se impossível calcular o  $K_i$  por esta forma de apuração e, por isso, não atende as necessidades dos usuários externos que precisam desta informação e que não possuem informações internas da empresa para que possa calculá-lo adequadamente.

Apresenta-se, assim, uma forma de apuração que supre a necessidade do usuário sem as ineficiências expostas, e destaca-se a relevância existente entre duas diferentes formas de apuração do  $K_i$ .

Portanto, o estudo justifica-se por oferecer uma contribuição conceitual importante, pois questiona se a evidenciação realizada das despesas financeiras, exigida pela atual legislação, proporciona as informações necessárias para o cálculo do custo de capital de terceiros, além de demonstrar uma forma nova de apuração que supre as ineficiências da outra comumente usada, a qual é detalhada no capítulo 3 – metodologia.

Considerando o exposto, é apresentado a seguir o problema de pesquisa.

### 1.3 Problema de Pesquisa

Em uma das formas de apuração do custo de capital de terceiros utilizam-se as informações contidas no BP - Balanço Patrimonial (passivo oneroso) e na DRE - Demonstração do Resultado do Exercício (despesas financeiras). Porém, é prática de algumas empresas a divulgação de lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras na DRE.

Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 432) alertam que:

A prática de lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras, sem as devidas aberturas por suas naturezas, implica grande perda de informações com relação à evidenciação dos custos de financiamento das entidades [...].

Assim sendo, deve haver a segregação nas NE das despesas financeiras, em função das naturezas de financiamento para melhor visualização do Ki e diminuição de distorções no resultado encontrado.

Outro fator que auxilia na distorção do cálculo do Ki são valores lançados indevidamente nas despesas financeiras, com a permissividade da lei, como, por exemplo, os descontos comerciais, que fazem parte da área operacional e não financeira, que é visto em detalhes, na seção 2.2.2. - Despesas Financeiras.

Dada a prática de divulgação de lançamentos herméticos, aliada à evidenciação de itens operacionais nas despesas financeiras que podem distorcer o Ki apurado pelos usuários externos da contabilidade, o problema de pesquisa investiga se há ou não diferença significativa entre duas formas de apuração do Ki, uma que contempla estas distorções apresentadas e outra proposta por este estudo.

Para este estudo, foi escolhido como público-alvo as empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) da Bovespa, as quais possuem regras específicas de evidenciação, encontradas na seção 3.2.1.1 - Governança Corporativa.

De acordo com o exposto até então, cabe a seguinte questão-problema:

*Existe diferença significativa na apuração do custo do capital de terceiros calculado com base nas informações disponibilizadas no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas nas empresas do NMGC da Bovespa?*

A resposta a esse problema pode contribuir com a melhora da evidenciação das informações contábeis, visando o atendimento à necessidade dos *stakeholders* no tocante ao custo de capital de terceiros. Assim, adicionalmente, pretende-se relatar as ineficiências percebidas na evidenciação ocorrida nas empresas deste estudo, bem como descrever as dificuldades encontradas na apuração do Ki nas duas formas de apuração.

Proposto o problema de estudo, a seguir são apresentadas as hipóteses da pesquisa.

#### **1.4 Hipóteses**

Em consonância com a pergunta de pesquisa formulada para as empresas que compõem o NMGC da Bovespa, e considerando a prática de lançamentos herméticos das despesas com as receitas financeiras, que condensam os valores publicados, juntamente com outros valores operacionais incluídos nas despesas financeiras que distorcem as informações extraídas dos demonstrativos contábeis, têm-se as hipóteses a serem testadas.

**H<sub>0</sub>: As empresas que estão listadas no segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, não possuem diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas.**

***H<sub>1</sub>: As empresas que estão listadas no segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, possuem diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas.***

Caso a hipótese alternativa (H<sub>1</sub>) se confirme, busca-se apurar se esta diferença se deve ao fato de que as empresas, ao condensarem os seus valores para publicação, resumem demasiadamente as contas e alocam valores indevidos nas despesas financeiras, com a permissividade da lei, fazendo com que os valores apurados do Ki, com base no BP e DRE, sejam poucos significativos para expressar aos usuários externos seu efetivo custo de capital.

A aceitação dessa hipótese demonstra que os usuários externos necessitam de maior transparência na divulgação das informações contábeis de todas as empresas de capital aberto, inclusive, aquelas integrantes dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa, as quais se comprometem voluntariamente com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação vigente. Podendo citar: ampliar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, entre outros benefícios que são expostos na seção 3.2.1.1 - Governança Corporativa.

### **1.5 Objetivos da Pesquisa**

Estabelecidos o problema de pesquisa e as hipóteses a serem verificadas, o objetivo geral deste estudo pode ser expresso como:

***Verificar se, de fato, há diferença significativa ou não entre custo do capital de terceiros calculado com base nas informações disponibilizadas no BP e DRE e a partir das***

*informações contidas nas Notas Explicativas nas empresas do segmento NMGC da Bovespa.*

Considerando o objetivo geral, tem-se o levantamento dos seguintes objetivos específicos:

- 1. Identificar se há divergências entre as duas formas de apuração do Ki analisadas e quais os fatores que as determinaram.*
- 2. Verificar se as exigências de transparência na divulgação das informações aos usuários, exigidas pela legislação atual, são suficientes para o cálculo correto do custo de capital de terceiros.*

Com os dados apurados, é alcançado o primeiro objetivo específico, que é identificar as divergências entre as duas formas de apuração do Ki analisadas e quais os fatores que determinam a discrepância no custo de capital de terceiros.

Com isso, atinge-se o segundo objetivo específico que é identificar se o problema consiste na lei que é permissiva demais na divulgação das informações contábeis, ou se é a empresa que não divulga com clareza as informações necessárias para a adequada apuração do custo do capital de terceiros por parte dos usuários externos. Além disso, busca-se verificar se as regras de transparência da atual legislação são suficientes para a apuração do efetivo custo do capital de terceiros que elas tiveram no período proposto. Estas informações se referem às despesas financeiras na Demonstração do Resultado do Exercício, bem como os dados relativos ao passivo oneroso (debêntures, empréstimos e financiamentos), tanto de curto quanto de longo prazo.

Na próxima seção, são apresentadas as limitações da pesquisa.

## **1.6 Limitações da Pesquisa**

Para realização de qualquer pesquisa científica, existe a necessidade da delimitação do escopo do estudo, da definição dos limites do estudo, focalizando o problema proposto, bem como suas hipóteses e seus objetivos.

Assim, considerando, na presente pesquisa, as limitações são apresentadas a seguir:

A primeira é que a pesquisa não é generalizável para outras empresas porque o Novo Mercado de Governança Corporativa está sujeito a regras e características específicas de divulgação de informações aos usuários externos da contabilidade, as quais são apresentadas em capítulo posterior, diferentemente das demais empresas da Bovespa.

Uma segunda limitação refere-se ao período em que as empresas da amostra entraram no segmento NMGC, pois antes disso não eram obrigadas a seguir as regras deste segmento, as quais estão dispostas na seção 3.2.1.1 - Governança Corporativa.

A terceira e última limitação refere-se à utilização de dados secundários, ou seja, informações que foram extraídas das demonstrações publicadas. Desse modo, não há a possibilidade de questionamento direto na empresa quando da ocorrência de dados inconsistentes. Fato este que é minimizado pela utilização de mais de uma fonte de dados.

Estes dados foram obtidos na rede mundial de computadores, nas seguintes fontes:

- CVM – Comissão de Valores Mobiliários;
- Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo;
- Economática® - Banco de Dados de Software<sup>3</sup> e;
- no próprio site das empresas pesquisadas.

Assim, quando era encontrada uma informação duvidosa ou que era apresentada no demonstrativo com um valor divergente em anos subsequentes, buscou-se outra fonte de dados para a sua confirmação. A seguir, apresenta-se a estrutura deste estudo.

---

<sup>3</sup> Esse Software contém as demonstrações contábeis das empresas de capital aberto e encontra-se disponibilizado na FEA-RP/USP para pesquisas.

## 1.7 Estrutura do Trabalho

Para melhor contextualização de como o estudo e os seus resultados são apresentados, é apresentada a estrutura do trabalho.

Inicialmente, no capítulo 1, faz-se uma contextualização sobre o custo médio ponderado de capital com ênfase no capital de terceiros, e sua influência no cálculo do EVA®. Nesse sentido, alerta-se para a necessidade que o usuário externo possui de informações corretamente evidenciadas para a apuração do custo de capital de terceiros. Neste capítulo, de introdução, também estão descritos a justificativa do estudo, o problema de pesquisa, as hipóteses, os objetivos, bem como limitações do estudo proposto.

Em seguida, no capítulo 2, é realizado um levantamento de pesquisas acadêmicas *stricto sensu* realizadas, a partir do ano 2001, sobre custo de capital e itens relacionados. E também um aprofundamento sobre: custo de capital de terceiros, incluindo o passivo oneroso e as despesas financeiras, além da evidenciação destas despesas financeiras.

No capítulo 3, é descrita a metodologia deste trabalho sob dois enfoques: sob o ponto de vista de método de pesquisa, em que é descrita a classificação desta pesquisa; e sob o ponto de vista dos procedimentos adotados, em que se explica como a pesquisa foi realizada, definindo-se o universo e a amostra, bem como descrevendo o segmento diferenciado de governança corporativa da Bovespa.

Em seguida, no capítulo 4, têm-se os procedimentos executados, resultados e análises, em que são apresentados os resultados obtidos pelas duas formas de apuração do custo de capital de terceiros ( $K_i$ ) para as empresas do segmento NMGC. Também, são expostos os resultados obtidos no teste aplicado, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, bem como sua análise e comparação dos resultados.

Finalmente, no capítulo 5, são apresentadas as considerações finais sobre o estudo, destacando a forma de apuração realizada com base nas informações contidas nas Notas Explicativas, com a indicação de uma melhor evidenciação, proporcionando uma maior transparência na divulgação, possibilitando informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, comparáveis e úteis para a tomada de decisões, principalmente, dos usuários externos.



## **2 REVISÃO CONCEITUAL**

As empresas que negociam suas ações no mercado de capitais têm sido objetos de estudo há vários anos devido à maior facilidade de obtenção de seus dados. As informações contábeis destas empresas estão disponíveis em vários meios de comunicação, dentre os quais, revistas, jornais e a rede mundial de computadores (internet), o que facilita a obtenção dos dados para estudos. Estas empresas, obrigatoriamente, publicam suas demonstrações contábeis e possibilitam os estudos realizados a partir dos seus dados econômicos e financeiros.

A utilização de informações divulgadas pelas companhias de capital aberto do Brasil, cujos dados são extraídos dos sites da Bovespa, CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Banco de Dados da Economática®, entre outros; possibilitam a realização de estudos acadêmicos de valor significativo para a ciência, constituindo-se em estudos empíricos feitos com informações auditadas, pois identificam problemas e buscam as respostas.

Várias pesquisas acadêmicas têm sido realizadas com estas informações de grandes corporações que envolvem temas relacionados ao objeto desta pesquisa: (i) custo de capital de terceiros; (ii) custo de capital próprio; (iii) estrutura de capital e (iv) EVA® ou VEA. A seguir, são relacionadas algumas destas pesquisas.

### **2.1 Pesquisas acadêmicas sobre temas relacionados**

O custo de capital de terceiros, foco desta pesquisa, está relacionado a vários outros temas, dos quais se destacam: o custo do capital próprio, estrutura de capital, o custo de capital de terceiros e sua ligação com o EVA® ou VEA. No quadro 1, apresentam-se algumas

pesquisas que utilizaram estes temas como foco de pesquisa e, logo a seguir, são feitos comentários sobre cada uma delas.

Ano	Finalidade	Autor	Título
2007	Doutorado	Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima	Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras
2007	Mestrado	Lílian Perobon Mazer	O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio das empresas do Ibovespa
2007	Mestrado	Maria Paula Vieira Cicogna	Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais
2007	Mestrado	Gabriela de Figueiredo	Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: uma abordagem empírica
2006	Mestrado	Felipe Turbuk Garran	Metodologias em uso no Brasil para a determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado
2006	Mestrado	Carolina M. dos Santos	Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras
2005	Mestrado	Gunnar Gonzalez Pimentel	Custo do capital e retorno do investimento corporativo no Brasil
2005	Doutorado	Roni Cleber Bonizio	Análise da sensibilidade do valor econômico agregado: um estudo aplicado nas empresas de capital aberto no Brasil.
2004	Mestrado	Ari Ferreira de Abreu	Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira
2003	Livre Docência	Alexandre Assaf Neto	Contribuição ao Estudo da Avaliação de Empresas no Brasil - Uma Aplicação Prática
2001	Mestrado	Leonildo Soares Júnior	Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas

Quadro 1 - Pesquisas acadêmicas *stricto sensu* nos últimos anos

Apresenta-se, a seguir, um resumo de cada uma dessas pesquisas.

Lima (2007) investigou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros. A expectativa era de que o aumento da evidenciação pelas empresas resultasse na diminuição da assimetria de informação, diminuindo o risco oferecido aos financiadores da empresa, e que resultasse, também, no aumento da visibilidade e negociabilidade de seus papéis, bem como na quantidade de informação divulgada aos seus *stakeholders*, de uma forma geral. Como plataforma teórica, foi utilizada a Teoria da Divulgação, mais explicitamente, a pesquisa baseada em Eficiência, além de serem demonstrados os cálculos dos custos de capital. Com relação ao caráter empírico da pesquisa,

foi elaborada uma medida do nível de evidenciação das informações contábeis, por meio da elaboração de um *check-list*, para se comparar com o custo de capital de terceiros (Ki) pesquisado. Foram pesquisadas 23 companhias abertas no decorrer de 2000 a 2004, para o nível de *disclosure*, e de 2001 a 2005, para o custo de capital de terceiros e as variáveis de controle. O autor utilizou-se da forma de apuração do Ki, a qual é utilizada neste trabalho, com dados do BP e DRE. Ou seja, as despesas financeiras líquidas de impostos divididas pelo passivo oneroso médio. Os resultados empíricos demonstraram que, pelo método dos mínimos quadrados generalizados, o nível de evidenciação voluntária possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, Sendo assim, quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros. Este estudo comprova, assim, que as empresas que são mais preocupadas com a evidenciação voluntária, e agem com transparência em suas ações perante os *stakeholders*, conseguem o benefício de ter um menor Ki.

Mazer (2007) estudou a diminuição do custo de capital próprio (Ke) das empresas por meio de um maior nível de transparência na divulgação de informações. Nesse sentido, tinha como objetivo verificar a existência de relação entre o nível de transparência das empresas que compunham o índice BOVESPA, na data base de 29 de dezembro de 2005, e o custo de capital próprio dessas empresas. Além das variáveis Ke e transparência, a autora usou também como variáveis de controle o tamanho da empresa, o grau de endividamento e a relação entre o preço da ação e o valor patrimonial da empresa. Para testar a relação entre as variáveis, foi utilizada neste estudo uma regressão múltipla, obtendo-se um R-múltiplo de 0,3969, indicando que as variáveis do modelo são positivamente correlacionadas. No entanto, a análise do R-Quadrado mostra que apenas 15,75% da variação do custo do capital deve-se às alterações das variáveis independentes utilizadas no modelo de regressão. A intenção era verificar se uma maior transparência aumenta a liquidez das ações no mercado e, ainda, diminui o Ke pela redução dos custos de transação ou pelo aumento na demanda por títulos da

empresa. Contudo, os resultados desse trabalho não permitem afirmar que, nas empresas brasileiras, no período estudado, um maior grau de transparência implica em uma redução significativa do custo de capital próprio. Diferentemente da pesquisa citada anteriormente, Lima (2007), que confirmou que um maior nível de *disclosure* diminui o  $K_i$ , neste estudo de Mazer (2007), não foi possível comprovar que um maior de *disclosure* diminui o  $K_e$ .

Cicogna (2007) faz estudo sobre a Governança Corporativa, a qual gera benefícios para o financiamento das empresas no mercado de capitais, pois a autora acredita que empresas mais transparentes, com melhor divulgação de informações e comprometidas com a proteção dos interesses do investidor devem ter, portanto, maior facilidade na obtenção de financiamentos. Alerta que problemas de informação no mercado financeiro limitam o acesso empresarial ao crédito. Dessa forma, o objetivo do trabalho é verificar se as empresas que aderiram aos melhores padrões de governança corporativa da BOVESPA aumentaram seu acesso ao crédito, comparativamente àquelas que continuaram na listagem tradicional. Os testes econométricos realizados mostraram que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA possuem menor volume de dívidas totais em sua estrutura de capital, em função do menor endividamento de curto prazo e menor participação das dívidas onerosas totais. Em compensação, estas empresas apresentaram endividamento oneroso de longo prazo superior às empresas do mercado tradicional. A maior lucratividade das empresas com melhores práticas de governança e o índice de oportunidades de crescimento superior indicam que estas empresas utilizam recursos próprios para seus financiamentos de curto prazo, e que são beneficiadas no acesso a dívidas de longo prazo perante instituições financeiras. A autora conclui que os melhores níveis de governança corporativa podem facilitar o acesso ao crédito.

Figueiredo (2007) pondera que o estudo da estrutura de capital das empresas continua despertando o interesse de muitos pesquisadores, sendo bastante recorrente na área de

Finanças Corporativas. Em seu estudo, a autora faz uma análise da composição do endividamento da empresa em relação à fonte de financiamento: se recursos privados (i.e. dívida bancária) ou públicos (i.e. títulos de dívida). Para tanto, foram estimados modelos estatísticos, tendo como variáveis as informações financeiras de empresas brasileiras com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e na Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA) e não atuantes no setor de Finanças e Seguros. Os testes foram realizados para duas amostras distintas: uma, com o total de empresas, e outra, apenas com as empresas que efetivamente acessaram o mercado público de dívida corporativa. Os resultados apontaram que as empresas, em geral, consideram questões relativas às suas oportunidades de crescimento futuro, disponibilidade de ativos tangíveis, nível de alavancagem e lucratividade são as variáveis relevantes para a tomada de decisão sobre que tipo de dívida utilizar. Mas a partir do momento que passam a ter acesso ao mercado público, o custo da dívida passa a ser importante, assim como o total de ativos imobilizados e nível de endividamento. Tem-se ainda que optam pela dívida privada aquelas empresas com maior potencial de crescimento e mais ativos tangíveis, além de menor lucratividade e menor endividamento. No caso das empresas com dívida pública em seu balanço, quanto menor o custo da dívida privada, maior será sua importância para as mesmas.

Garran (2006) buscou levantar as metodologias mais utilizadas para o cálculo do custo de capital próprio, utilizado na avaliação de ativos do mercado brasileiro, na composição da taxa de desconto dos fluxos de caixa a ser empregada no método do Fluxo de Caixa Descontado. Para isso, foi realizado um levantamento de 93 avaliações realizadas entre 2002 e 2006. Os resultados atingidos mostram a predominância de duas metodologias distintas: o CAPM e o Método de Prêmios de Risco. Para cada um dos métodos, observou-se um padrão predominante de determinação dos parâmetros que viabilizam a metodologia.

Santos (2006) fez um levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. Para a realização desta pesquisa, a autora aplicou um questionário, enviado por e-mail, em uma população composta por 356 empresas brasileiras de capital aberto, o que resultou numa amostra composta por 40 empresas que responderam os questionários. Na investigação dos fatores que são determinantes na escolha das fontes de recursos de longo prazo utilizadas pelas organizações, foi apurado que o oportunismo foi considerado apenas por 13% das empresas, enquanto que a adoção de uma estrutura meta de capital foi a opção de metade da amostra. A teoria da hierarquia de fontes de recursos foi a escolha de 28% das empresas analisadas. Quanto aos motivos que levam as empresas a não utilizar o mercado de capitais, a não-necessidade de captação de altos volumes, a excessiva burocracia e os elevados custos operacionais foram os considerados mais importantes pelas empresas analisadas. Por outro lado, esse mercado foi considerado uma fonte de recursos com custos atraentes (sendo o principal motivo da utilização do mercado de capitais para 25% das empresas). Estratégia de crescimento e/ou valorização da empresa, bem como maior visibilidade no mercado financeiro justificam, também, a utilização do mercado de capitais pelas empresas pesquisadas. Os custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra, o que é condizente com a importância dos juros na escolha das fontes de recursos. Flexibilidade financeira foi a segunda opção de 15% das empresas; *rating* e benefícios fiscais da dívida foram considerados a terceira opção para 13% das companhias da amostra. Percebeu-se que alguns resultados obtidos foram condizentes com as expectativas, outros não. A autora lembra que os estudos sobre a estrutura de capital tiveram como marco a publicação do trabalho de Modigliani e Miller (1958) e, desde então, este tema vem sendo amplamente debatido no meio acadêmico.

Pimentel (2005) faz um estudo comparativo do custo do capital total de empresas não-financeiras e o retorno do investimento corporativo no Brasil com 388 empresas, de 18 setores

econômicos, listadas na Bovespa entre 1994 e 2004. Numa primeira apuração, o custo anual do capital obtido foi de 18,34% e os investimentos retornaram em 14,15%. O valor adicionado negativo e a baixa taxa de retorno encontrada estimularam então a realização de uma análise setorial. Sendo assim, foram eliminadas, gradativamente, as empresas da amostra combinando discrepância setorial de valor adicionado ou de retorno do investimento em relação à média das empresas, e representatividade em termos de percentual do valor de mercado do setor, até que o retorno anual do investimento exceda o custo anual total de capital, sem que o último se distancie dos 18,34% originais. Com isso, o custo anual do capital total foi para 17,74% e o retorno do investimento para 18,73%. Essas taxas ficaram próximas à média entre a SELIC e a TJLP para o período. O autor lembra que um subproduto importante dos cálculos são as informações contidas no histórico de resultados, decisões de financiamento e de investimento e na estrutura de capital das empresas analisadas.

Abreu (2004) parte das proposições de Modigliani e Miller (M&M), mas com o intuito de avaliar os impactos das peculiaridades da tributação brasileira, com um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos. Verificou-se que a tributação diferenciada dos Juros sobre o Capital Próprio aumenta o valor e o retorno ao acionista de uma empresa financiada por meio de recursos próprios. Esse fator também determina um crescimento mais lento do benefício fiscal em função do endividamento da empresa. Sobre a política de dividendos das empresas, a conclusão foi que a tributação sobre os dividendos não deve influir na determinação do percentual de lucros retidos. Verificou-se, também, que uma maior distribuição de dividendos pode reduzir a valorização das ações e, conseqüentemente, a tributação sobre o ganho de capital. Como o retorno recebido pelo acionista é medido pelos dividendos recebidos somados à valorização da ação, e deduzidos os impostos, as empresas poderiam aumentar a riqueza de seus acionistas, distribuindo proventos em dinheiro. Dessa forma, o ganho tributado causado pelo ganho de capital poderia ser substituído, com

vantagem, por proventos em dinheiro. Neste caso, as necessidades de capitais adicionais da empresa deveriam ser supridas pela emissão de novas ações. Verificou-se que uma empresa que adota essa política gera uma economia tributária para seus acionistas.

Soares (2001) propõe em seu estudo um modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas. O autor considera que, no Brasil, de forma geral, é elevado o custo do capital de terceiros para financiamento das atividades empresariais. E, sendo assim, para a gestão financeira das corporações brasileiras, é crucial o fortalecimento do capital próprio e a obtenção de melhores saldos no fluxo de caixa. Considera que uma importante fonte de financiamento é o recurso gerado na própria empresa, e destaca o uso dos juros sobre o capital próprio. No estudo, foi criado um modelo e sua aplicação gerou os seguintes resultados: melhoria na rapidez, qualidade, confiabilidade e flexibilidade das informações; e maior racionalização e transparência nos processos de gestão relacionados à decisão de uso dos juros sobre o capital próprio. E concluiu-se que o juro sobre o capital próprio é uma opção fiscal à disposição dos gestores da empresa para remunerar os investidores. O valor dos juros remuneratórios do capital, líquido do imposto de renda retido na fonte, pode ser imputado aos dividendos obrigatórios ou utilizado para aumento do capital da empresa. O modelo proposto gera informações a respeito do impacto que o uso da opção fiscal provoca na carga tributária, no capital próprio e no fluxo de caixa da empresa e dos respectivos investidores. Outra informação do modelo são as possíveis alterações na remuneração, com base no lucro societário, propiciadas a debenturistas, empregados, administradores, partes beneficiárias e acionistas. Finalizando, o autor frisa que as informações produzidas pelo modelo têm natureza estratégica e permitem aos gestores da empresa tomar decisões com melhor fundamentação.

Assaf Neto (2003) elaborou estudo a partir das demonstrações financeiras das empresas de capital aberto, referentes ao período de 1996-2002, em que buscou avaliar se



estas grandes companhias criam ou não valor para os acionistas. Considera que a atratividade dos negócios para os investidores no mercado de capitais é reflexo da capacidade apresentada pela empresa em criar riqueza para eles e, conseqüentemente, para toda a economia. Desenvolveram-se as principais medidas de riqueza econômica ajustadas à realidade das empresas brasileiras. Os resultados do estudo demonstraram uma destruição de valor, totalizando um goodwill<sup>4</sup> negativo médio de \$69,5 bilhões, apontando como principais causas deste desempenho a incerteza da economia, o aumento da competitividade e as taxas de juros elevadas. Dentre vários cálculos efetuados para se chegar a este valor, o autor propõe um nova forma de apuração do custo do capital de terceiros (Ki) destas empresas pela “prime rate”<sup>5</sup> do mercado financeiro norte-americano, acrescida do prêmio pelo risco-país, líquido do benefício fiscal, calculado pela alíquota de imposto de renda de 34%. Sendo assim, o autor não se utiliza da forma de apuração do Ki pelas informações contidas no BP e na DRE, a qual será objeto neste estudo, pois a mesma possui ineficiências, como já citado anteriormente.

Bonizio (2005) fez uma análise de sensibilidade, visando identificar quais os padrões de consistência entre o valor econômico agregado e os seus indicadores em cada setor da economia, utilizando-se também das demonstrações contábeis das companhias de capital aberto do Brasil. O autor, em seu estudo, apurou o custo de capital de terceiros (Ki) a partir das despesas financeiras evidenciadas nas demonstrações de resultado dos exercícios, dividindo-as pela média dos passivos onerosos do período, evidenciados nos Balanços Patrimoniais. Esta média é encontrada por meio da soma dos valores iniciais e finais dos passivos onerosos do período, divididos por dois.

---

<sup>4</sup> Valor de uma empresa em excesso ao valor que se despenderia para construí-la (valor de reposição de seus ativos). Muitos calculam o *goodwill* como o sobrevalor da empresa em relação ao seu valor patrimonial. (ASSAF NETO, 2005, p. 637).

<sup>5</sup> Taxa referencial de juros cobrada pelos bancos em suas operações de crédito com os tomadores considerados como de mais baixo risco. (IBID., p. 642)

O cálculo do custo de capital de terceiros utilizado por Bonizio (2005) é objeto de estudo nesta pesquisa, pois serve de comparação com a forma de apuração do Ki proposta neste trabalho. A comparação será feita a partir das informações encontradas nas Notas Explicativas das companhias de capital aberto do Brasil, alternativamente.

Em resumo, os estudos aqui levantados mostram temas interligados ao foco desta pesquisa, como o custo do capital próprio, estrutura de capital, formas de apuração do custo de capital de terceiros e sua ligação com o EVA® ou VEA, dos quais, destacam-se alguns, a seguir.

Lima (2007), Mazer (2007) e Cicogna (2007) avaliaram se o aumento do nível de *disclosure*, bem como o aumento da transparência das ações empresariais proporcionam melhorias para a empresa como, menor custo de capital de terceiros ou próprio, assim como, maior facilidade ao crédito. Estas pesquisas demonstram a importância da evidênciação, que é essencial para se calcular adequadamente o Ki pelas NE, que é a proposta demonstrada neste trabalho.

Assaf Neto (2003), dentre os vários cálculos efetuados para se avaliar se as empresas brasileiras criam ou não valor, calcula o Ki pela “*prime rate*” do mercado financeiro dos EUA, acrescida do prêmio pelo risco-país, líquido do imposto de renda de 34%. O autor propõe uma nova forma de apuração do Ki que, apesar de não ser avaliada nesta pesquisa, mostra que há outras formas disponíveis para se calcular o custo de capital de terceiros.

Bonizio (2005) e Lima (2007), em seus temas diferenciados de pesquisa, calculam o Ki pela mesma forma de apuração, que é a despesa financeira líquida do IR dividido pelo passivo oneroso médio. Esta forma de apuração, que se utiliza de informações contidas no Balanço Patrimonial e DRE, é utilizada neste estudo, a qual é comparada com a forma de apuração proposta nesta pesquisa no intuito de verificar se há divergências significativas entre ambas. Para isso, necessita-se conhecer todos os itens que compõe o custo do capital de

terceiros, bem como avaliar a realidade no Brasil, e também conhecer de onde surgiu esta forma de apuração, fato que será visto a seguir.

## **2.2 Custo do Capital de Terceiros**

O custo do capital de terceiros no Brasil tem atingido índices elevados e preocupantes para as empresas. Assaf Neto (2003, p. 89) comenta que “as taxas de juros na economia brasileira têm apresentado valores bastante elevados nas últimas décadas, inibindo qualquer tentativa de nossas empresas trabalharem com as taxas livremente praticadas no mercado”. E complementa que as empresas maiores, normalmente, as de capital aberto, conseguem taxas subsidiadas junto ao BNDES, visando contornar, em parte, esta situação. Assim, busca-se antecipar futuras situações que poderão colocar a organização em uma situação financeira desfavorável ou até mesmo impedir sua continuidade.

Soares (2001, p. 2) alega que “No Brasil, o financiamento através do capital de terceiros apresenta como inconveniente elevados custos financeiros” (*sic*). Para o autor, o custo do capital de terceiros no Brasil é elevado e, portanto, ele defende que deve ser utilizado o capital próprio por meio de resultados positivos gerados pelas empresas.

Saddi (2000) relaciona as causas para as altas taxas de juros que oneram os recursos oferecidos para financiamento às empresas. Além do preço do dinheiro, definido como o patamar mínimo de oportunidade para atrair investidores, o autor defende que o custo do capital financeiro é onerado por vários outros fatores, tais como, o custo das restrições monetárias (depósitos obrigatórios sem remuneração no Banco Central ou vinculados a tipos específicos de créditos), custos operacionais (custo das agências, segurança etc.), cunha fiscal<sup>6</sup> (impostos incidentes sobre o crédito), falta de informações para avaliar o risco de

---

<sup>6</sup> Para Saddi (2000) a cunha fiscal são todos os impostos incidentes sobre o crédito, como o IOF e a CPMF.

empréstimos, bem como, finalmente, a margem de lucro dos proprietários do capital investido nas instituições financeiras. O autor afirma que há uma “gordura” na taxa de juros praticadas no Brasil, e que “As taxas estão elevadas porque há um excesso de custos e tributos sobre a taxa de captação”.

Esta situação já ocorre há vários anos no Brasil. Mantega<sup>7</sup> (1998 *apud* Soares, 2001, p. 2) avaliou os principais fatores que influenciaram na manutenção de elevadas taxas de juros básicas, no período de 1995 a 1998. Para o período, o articulista afirma que "o governo vem praticando as mais altas taxas de juros do planeta, que prejudicam a produção, estimulam a especulação". Frisa o autor que as altas taxas de juro básicas da economia brasileira, no período analisado, foram causadas pela crise mexicana de 1995 e pela crise asiática de outubro de 1997. Defende que a política de juros altos, aliada a outros fatores, desarticulou diversos setores da indústria brasileira.

No Brasil, existe a presença simultânea de juros altos para capital de terceiros e taxas subsidiadas pelo governo. Martins e Assaf Neto (1993, p. 508) lembram que existem “políticas governamentais de incentivo setorial e/ou regional (exemplo: pequenas e médias empresas, apoio a empresas do nordeste, apoio à exportação, crescimento da agricultura, etc.)”. Sendo assim, o custo do capital de terceiros exerce um comportamento diferenciado entre as empresas que conseguem captar a taxas baixas ou subsidiadas e aquelas que não conseguem, ou que se esgotaram as possibilidades mais atraentes de captação.

Solomon & Pringle (1980) relatam que, nas empresas, o  $K_e \geq K_o > K_i > i$  em que  $i$  é a taxa de juros livre de risco (*risk-free*),  $K_e$  é o custo do capital próprio, e  $K_o$  é o custo de capital próprio, considerando que não há dívidas na empresa. Essa proposição conceitual não

---

<sup>7</sup> Mantega, Guido. MANTEGA, Guido. **Determinantes e evolução recente das desigualdades no Brasil**. In: Observatório da Cidadania. 2. ed. Rio de Janeiro: IBASE, 1998.

prevê situações específicas como as que acontecem no Brasil, pois, na presença de taxas de juros subsidiados, essa condição pode ser diferente, e o retorno requerido é reduzido.

O retorno requerido pelos proprietários de dívidas da empresa ( $K_i$ ) é a taxa de juros de mercado que a empresa tem que pagar, o qual está contido nas despesas financeiras, e melhor explicado nas Notas Explicativas (NE). Nesse sentido, este trabalho propõe uma nova forma de apuração do custo de capital de terceiros, tomando como base as informações contidas nas NE das Demonstrações Contábeis. Vários autores, ao longo dos anos, vêm propondo formas de apuração diferenciadas para o custo do capital de terceiros.

Para Solomon (1977), o cálculo do  $K_i$  deve ser encontrado de acordo com a equação 1.

Equação 1	$K_i = \frac{\textit{despesas anuais de juros}}{\textit{Valor de mercado do capital de terceiros}}$
-----------	---

Este cálculo é utilizado neste estudo, porém com algumas variações, as quais são vistas com maiores detalhes no capítulo 2 – Metodologia. Segundo Solomon (1977, p. 115), o “ $K_i$  é a taxa de juro sobre os recursos que foram tomados emprestados [...]”, em outras palavras, considera que a medida apropriada para  $k_i$  é a taxa média de juro paga pelas dívidas existentes.

Van Horne (1973) propõe que o custo explícito do capital de terceiros pode ser definido pela taxa de desconto ( $k$ ), que iguala o valor atual dos fundos recebidos pela empresa, deduzidos os custos de subscrição e outras despesas ( $I_0$ ), ao valor atual das saídas previstas ( $C_t$ ). Estas saídas ( $C_t$ ) são as despesas financeiras referentes a estes fundos recebidos. Portanto, o custo explícito dos financiamentos é determinado mediante a solução, para  $k$  (taxa de desconto), da equação 2:

Equação 2	$I_0 = \frac{C_1}{(1+k)} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+k)^n}$
-----------	---

Onde:

- $I_0$  representa o montante líquido de fundos recebidos pela firma no momento 0;
- $C_t$  representa a saída de caixa no período  $t$ ; e,
- $k$  representa a taxa de desconto que iguala o volume líquido de fundos recebidos de terceiros ao valor atual dos pagamentos de juros e principal, reajustando-se o custo explícito calculado ao efeito do pagamento de impostos.

Sendo assim, ao se encontrar esta taxa de desconto ( $k$ ), de acordo com a equação 2<sup>8</sup>, encontra-se o custo do capital de terceiros ( $k_i$ ).

Van Horne (1973) atenta para que o custo do  $k_i$  deve ser reajustado ao efeito do pagamento de impostos. E complementa que, como as despesas de juros são dedutíveis do pagamento de impostos sobre a renda, o custo líquido do capital de terceiros deverá ser inferior ao custo apurado antes do pagamento de impostos.

Assim, a equação que viabiliza este conceito é apresentada a seguir:

Equação 3	$K_i = k(1-t)$
-----------	----------------

Onde:

- $k$  representa a taxa de desconto apurada na expressão anterior; e,
- $t$  representa a alíquota dos impostos.

Esta fórmula também é utilizada neste estudo, em conjunto com a fórmula utilizada por Solomon (1977), haja vista que o cálculo das despesas financeiras consideradas tem a dedução fiscal de 34% (já incluindo Imposto de Renda e Contribuição Social). No Brasil, as

---

<sup>8</sup> Esta equação pode ser resolvida com a utilização de uma calculadora financeira.

despesas financeiras são deduzidas do resultado para a apuração do lucro antes dos impostos sobre a renda, conhecido como LAIR. Assim sendo, estas despesas representam um benefício fiscal para as empresas que as possuem.

Gitman (1984) utiliza-se das mesmas fórmulas utilizadas por Van Horne (1973) para o cálculo do custo de capital de terceiros.

Assaf Neto (2005), em consonância também com Van Horne (1973), considera que o  $K_i$  deve ser apurado após a respectiva dedução do Imposto de Renda (IR), deduzindo-se seu custo final. O conceito apresentado pelo autor pode ser visualizado na equação 4:

$$\text{Equação 4} \quad K_i(\text{após IR}) = K_i(\text{antes IR}) \times (1 - IR)$$

Assaf Neto (2005) apresenta uma outra fórmula, que deriva de Solomon (1977), para encontrar o custo de captação líquido do Imposto de Renda:

$$\text{Equação 5} \quad K_i = \frac{\text{Despesas financeiras líquidas de impostos}}{\text{Passivo gerador destas despesas}}$$

Assaf Neto (2005) alerta que o benefício fiscal de poder deduzir os encargos financeiros no cálculo do Imposto de Renda é possível somente para as empresas que pagam este tributo, e que apresentam lucro tributável no exercício. No caso de cooperativas, por exemplo, que são isentas deste tributo, o cálculo do custo de capital de terceiros é o mesmo antes e depois do Imposto de Renda. Para as empresas que não são tributadas pelo Lucro Real, não há esse benefício fiscal. E as empresas que apresentarem prejuízo no exercício poderá compensar em exercício posterior, tendo, por conseguinte, o mesmo benefício fiscal, de acordo com a lei.

A entidade, ao avaliar a probabilidade de lucro tributável futuro, contra o qual possa utilizar os prejuízos fiscais, deve considerar os seguintes critérios (INSTITUTO BRASILEIRO DE CONTADORES (IBRACON), 2000, p. 270):

- Se existem diferenças temporárias tributáveis suficientes, relativas à mesma autoridade fiscal, que resultem em valores tributáveis contra os quais esses prejuízos possam ser utilizados.
- Se é provável que terá lucros tributáveis antes de prescrever o direito à compensação dos créditos fiscais.
- Se os prejuízos fiscais resultam de causa identificada que provavelmente não ocorrerá novamente.
- Se há oportunidade identificada de planejamento tributário, respeitados os Princípios Fundamentais de Contabilidade, que possa gerar lucro tributável no período em que os prejuízos possam ser compensados.

Atendendo a esses critérios, a empresa poderá usufruir do benefício fiscal mesmo tendo prejuízo em exercícios anteriores. O efeito tributário nas despesas financeiras é considerado um benefício fiscal, o qual é objeto de estudo para vários pesquisadores.

Modigliani e Miller (1963) alegam que é claro o benefício fiscal advindo das dívidas, ou seja, reconhecem que a dedutibilidade das despesas financeiras na apuração dos Impostos é favorável às empresas. Eles alertam que o mesmo não ocorre com o pagamento de dividendos sobre os lucros dos acionistas, porém alertam que as empresas não devem buscar usar o máximo possível de dívida dentro da sua estrutura de capital. Empresas com elevados níveis de endividamento incorrem em maior risco financeiro. As conseqüências deste risco financeiro para as empresas são: (i) ter risco mais alto no negócio (risco de falência); e (ii) sobrecarregar a capacidade de pagamento (impossibilidade de solicitar novos empréstimos no futuro).

Assaf Neto (2005, p. 35) afirma que o risco financeiro “reflete o risco associado às decisões de financiamento, ou seja, a capacidade da empresa em liquidar seus compromissos financeiros assumido”. Empresas com baixo nível de endividamento apresentam baixo nível de risco financeiro; porém, altos níveis de endividamento, apesar de promoverem maior



capacidade de alavancagem financeira, proporcionada pelo uso do capital de terceiros, além de aumentar o retorno sobre o capital próprio investido, demonstram maior risco financeiro, e gera conseqüências ruins, como visto no parágrafo anterior.

Conforme Weston e Brigham (2004, p 663), o risco financeiro “É a parte do risco sobre os acionistas, adicional ao risco empresarial básico, resultante do uso de alavancagem financeira”. Assim, para os autores, os proprietários possuem um risco adicional como resultado do uso de alavancagem financeira, além do risco inerente às operações empresariais.

Martins e Assaf Neto (1993, p. 205) esclarecem que a alavancagem financeira é:

O efeito de tomar, numa ponta, recursos de terceiros a um custo  $y$ , aplicando-os na outra ponta (nos ativos) uma taxa  $x$ ; a diferença vai para os proprietários e altera seu retorno sobre o patrimônio líquido, para mais ou para menos do que aquele que seria obtido caso todo o investimento fosse feito apenas com recursos próprios.

Martins (1979, p. 73) cita que a utilização de recursos de terceiros propicia a idéia de “força de alavanca”, ou seja, melhora o retorno do capital próprio empregado. Esse conceito pode ser entendido pela equação abaixo:

Equação 6	$ROE = ROI + (ROI - Ki) \times P / PL$
-----------	--

Onde:

- ROE representa o Retorno sobre o Patrimônio Líquido;
- ROI representa o Retorno sobre o Investimento;
- $K_i$  representa o Custo de Capital de Terceiros;
- P representa o Passivo originador das despesas financeiras; e
- PL representa o Patrimônio Líquido.

Esta equação é adaptada de Martins (1979, p. 77-79), e nela o autor explica cada parte desta formulação e evidencia o conceito de alavancagem. O “ $(ROI - K_i)$ ” representa a

diferença entre o percentual de recurso aplicado (ROI) e o percentual de custo da obtenção desse recurso ( $K_i$ ). O “P/PL” indica a relação entre os recursos de terceiros tomados a juros (P), também conhecidos como passivos onerosos, e o capital próprio da empresa (PL). O “ $(ROI - K_i) \times P/PL$ ” mostra o efeito que a diferença entre o custo do recurso de terceiro e sua taxa de retorno tem sobre o patrimônio líquido. Esta diferença percentual diz respeito ao próprio passivo, ou seja, o que se está ganhando sobre cada valor de passivo. Portanto, considerando toda a formulação do ROE (equação 7), tem-se que, ao se somar o retorno sobre o investimento (ROI) com o que se ganhou sobre o patrimônio líquido com o uso de dívidas, obtém-se o retorno total do patrimônio líquido. Considerando estas explicações, e oferecendo exemplos numéricos, Martins (1979, p. 119) conceitua a alavancagem financeira como o “que se ganha a mais (ou, às vezes, se perde) sobre o patrimônio líquido, trabalhando-se com recursos de terceiros”.

A alavancagem financeira permite à empresa a obtenção de benefícios fiscais. Assim, ao utilizar-se de recursos de terceiros, o ônus destes recursos, que são as despesas financeiras, é dedutível para fins de apuração do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas. Portanto, a utilização de recursos de terceiros gera despesas financeiras (juros e encargos financeiros), as quais são deduzidas do lucro, para depois se calcular o Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas.

Para Brealey e Myers (1992) os pagamentos de juros são considerados como custos e são dedutíveis do resultado tributável. Portanto, estes juros reduzem os resultados antes dos impostos. Assim sendo, o governo concede um benefício fiscal para a utilização do endividamento.

Modigliani e Miller (1963) consideram ainda que, com a utilização do endividamento, considerando a existência de despesas de juros dedutíveis dos impostos proporcionada pela alavancagem financeira favorável, é possível aumentar o valor da empresa. Concluíram que,

ao elevar-se o quociente de endividamento (passivo dividido pelo patrimônio líquido), reduz-se o custo total de capital e, conseqüentemente, maximiza-se o valor de mercado da empresa. Os pesquisadores, em seu estudo, demonstram uma série de fórmulas que atestam sua proposição, em que se destacam as equações 7 e 8, que demonstram a diferença, a maior, do valor da empresa alavancada em relação à não alavancada.

Equação 7	$V_U = \frac{\text{Lucro Operacional} \times (1 - IR)}{K_0}$
Equação 8	$V_L = V_U + IR \times P$

Onde:

- $V_U$  representa o valor da empresa não alavancada;
- $V_L$  representa o valor da empresa alavancada;
- IR representa a alíquota dos impostos sobre o lucro;
- $K_0$  representa o custo de capital da empresa sem dívidas; e,
- P representa o Passivo gerador de despesas financeiras.

Estas duas formulações propostas por M&M (MODIGLIANI; MILLER, 1963) demonstram que o valor da empresa alavancada é maior do que o da não alavancada, pois se soma a ela o valor correspondente ao produto da alíquota do imposto pelo passivo gerador de despesas financeiras. Sendo assim, o valor de uma empresa com dívidas é igual ao seu valor na condição de ser financiada totalmente com recursos próprios, acrescidos dos ganhos produzidos pela alavancagem financeira, o que reflete a economia de impostos proporcionada pela dívida.

Aumentar o valor da empresa deve ser meta constante do administrador financeiro, o qual deve buscar financiamentos com taxas subsidiadas para que o custo desta dívida favoreça

o aumento da alavancagem financeira. Como visto, o uso de dívidas favorece o aumento do valor da empresa, porém deve-se ficar atento às suas vantagens e desvantagens.

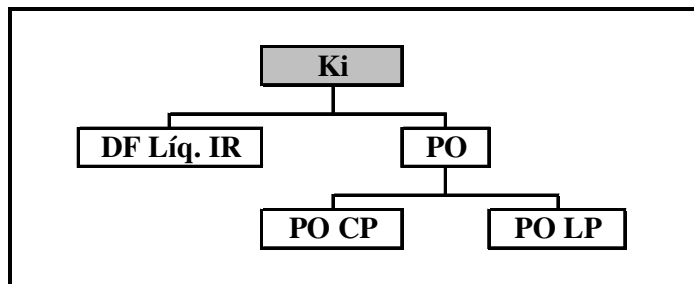
Damodaran (2004) relaciona as vantagens e desvantagens do uso de dívidas na estrutura de capital, e considera que isso é um *tradeoff* da dívida *versus* patrimônio líquido, ou seja, é um dilema para a empresa o uso de recursos próprios ou recursos de terceiros. Dos itens relacionados pelo autor, destaca-se como vantagem que o uso de dívidas em substituição a recursos advindos do patrimônio líquido produz uma vantagem fiscal, proporcionada pelo aumento das despesas financeiras e conseqüente diminuição no lucro tributável. No entanto, como desvantagem, destaca-se que o uso de dívidas na estrutura de capital aumenta o custo de falência e reduz a flexibilidade para levantar financiamentos adicionais posteriores, pois compromete sua capacidade de pagamento. Damodaran (2004) utiliza-se do mesmo conceito utilizado por Van Horne (1973) para o cálculo do custo de capital de terceiros, em que o custo da dívida, após a dedução do imposto, é calculado pela taxa de juros da dívida, excluindo-se o efeito dos impostos, o qual pode ser visualizado na equação 9:

Equação 9	$k_d = r(1 - t)$
-----------	------------------

Onde:

- $k_d$  representa o Custo da dívida pós impostos;
- $r$  representa a taxa de juros sobre a dívida; e,
- $t$  representa a alíquota de impostos.

Bonizio (2005) apurou o  $K_i$  pela divisão das despesas financeiras líquidas dos impostos (Imposto de Renda e Contribuição Social) pelo passivo oneroso médio (de curto e longo prazo). A decomposição dessa forma de apuração pode ser visualizada na ilustração 2.



Fonte: Bonizio (2005, p. 20)

Onde:

- DF Líq. IR: Despesas Financeiras Líquidas dos efeitos dos Impostos sobre o Lucro;
- PO: Passivo Oneroso médio. Trata-se do passivo que gera encargos financeiros explícitos;
- PO CP: Passivo Oneroso médio de Curto Prazo;
- PO LP: Passivo Oneroso médio de Longo Prazo.

Figura 2. Composição do Ki

Esta última forma de apuração do Ki, que é uma vertente de outras demonstradas anteriormente, é utilizada neste estudo. Sendo assim, é fundamental entender os itens que compõem o seu cálculo. O Ki é composto de: (i) passivo oneroso de curto e longo prazo, e também, (ii) despesas financeiras. Estes elementos são conceituados nas subseções a seguir.

### 2.2.1 Passivo Oneroso

Para Assaf Neto (1997), o passivo oneroso, também chamado de passivo de financiamento, é o gerador de encargos financeiros. Em consonância, Wagner e Beuren (2002) afirmam que o capital de terceiros é dividido em oneroso e não oneroso. Oneroso é o passivo que possui encargos financeiros, e o não oneroso são todas as obrigações que não possuem esse tipo de encargo e que surgem naturalmente com a atividade operacional da empresa. Também conhecido como passivo de funcionamento, o passivo não oneroso é compreendido pelos salários a pagar, encargos sociais a recolher, fornecedores, impostos, dividendos etc.

O passivo oneroso, item essencial deste trabalho para o cálculo do Ki, é divulgado nos sites da CVM e Bovespa de forma padronizada, nos seguintes formulários periódicos: (i) Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, (ii) Informações Anuais – IAN, e (iii) Informações Trimestrais – ITR. Nesses formulários, estão segregados os valores de financiamentos e debêntures, no passivo circulante (curto prazo) e no passivo exigível a longo prazo em atendimento à Deliberação CVM N° 488/2005. Caso que se repete no banco de dados Economática®.

Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 231-232) demonstram um plano de contas com os elementos que compõem o passivo circulante e exigível a longo prazo, destacando estas contas.

**PASSIVO CIRCULANTE**

1. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS
2. DEBÊNTURES
3. FORNECEDORES
4. OBRIGAÇÕES FISCAIS
5. OUTRAS OBRIGAÇÕES
6. PROVISÕES

**PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO**

1. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS
2. DEBÊNTURES
3. RETENÇÕES CONTRATUAIS
4. PROVISÃO PARA IR E CS DIFERIDOS
5. PROVISÃO PARA RESGATE DE PARTES BENEFICIÁRIAS
6. PROVISÃO PARA RISCOS FISCAIS E OUTROS PASSIVOS CONTINGENTES
7. PROVISÃO PARA BENEFÍCIOS A EMPREGADOS
8. REFIS

Neste plano de contas, pode-se notar que o passivo oneroso é composto por: (1) Empréstimos e Financiamentos; e (2) Debêntures, os quais são especificados a seguir.

**2.2.1.1 Empréstimos e Financiamentos**

As contas de empréstimos podem ser subdivididas entre as ‘em moeda nacional’ e as ‘em moeda estrangeira’, visando facilitar o controle e determinar as contas sujeitas à atualização por correção monetária ou variação cambial, conforme Deliberação CVM N° 488/2005, Artigo 73. Pode-se encontrar concordância neste ponto, também, em Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 232). A seguir, no quadro 2, são apresentados os itens que compõem a conta Empréstimos e Financiamentos, tanto no Circulante quanto no Exigível.

<b>NO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>NO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>
* Parcela a curto prazo dos empréstimos e financiamentos	* Empréstimos e financiamentos a longo prazo
* Credores por financiamentos	- Em moeda nacional
* Financiamentos bancários a curto prazo	- Em moeda estrangeira
* Títulos a pagar	* Credores por financiamentos
* Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora)	* Títulos a pagar
* Juros a pagar de empréstimos e financiamentos	* Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora)
	* Juros a pagar de empréstimos e financiamentos

Fonte: Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 232)

#### Quadro 2 - Composição dos empréstimos e financiamentos

Nas fontes de pesquisa deste estudo (CVM, Bovespa, Economática® e sites das empresas), todos estes itens estão agrupados na conta de empréstimos e financiamentos, a qual é analisada como passivo oneroso juntamente com as debêntures.

#### 2.2.1.2 Debêntures

De acordo com o Boletim IOB (2005, p. 4)

As debêntures são, fundamentalmente, uma forma de captação de recursos para as sociedades anônimas (S/A) e sua emissão está disciplinada pela Lei N° 6.404/1976

(arts. 52 a 74, com as modificações introduzidas pela Lei N° 9.457/1997 e pela Lei N° 10.303/2001).

Uma debênture é outra forma de financiamento por meio de empréstimo a longo prazo, à disposição das empresas. “Os compradores de debêntures são credores que esperam receber juros periódicos e reembolso especificado do principal na data do vencimento.” (GITMAN, 1984, p. 587).

Para Assaf Neto (2006, p. 282):

As debêntures são obrigações de longo prazo emitidas por sociedades anônimas. Elas costumam pagar juros periódicos e, o principal, no vencimento, e podem ser lançadas com cláusula de conversão (optativa ao investidor) em ações. Os recursos levantados na colocação de debêntures são geralmente aplicados no financiamento de projetos, reestruturação de dívidas e reforço de capital de giro.

Solomon e Pringle (1980) consideram as debêntures como obrigações não seguradas, pois não têm nenhum ativo particular empenhado como segurança contra o não pagamento. No caso de dificuldade, os proprietários de debênture ficam na fila com outros credores não segurados, como os bancos, atrás de credores garantidos, mas à frente de acionistas.

Porém, para Assaf Neto (2006, p. 61), “As debêntures são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, tendo por garantia seus ativos”. O autor cita que as debêntures oferecem juros (com taxa prefixada, flutuante ou real fixa acrescida de um índice de correção), participação nos lucros e prêmios de reembolso.

Em suma, as debêntures oferecem uma possibilidade a mais de levantamento de recursos a longo prazo. De acordo com dados levantados por Sant’Anna (2007), a emissão de debêntures, como forma de levantar financiamentos de longo prazo para as empresas, se destaca como o principal instrumento de captação nos últimos dois anos, 2005 e 2006, proporcionando boa rentabilidade para os investidores. Esta captação destina-se à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições, e capital de giro. O autor informa também que, em 2006, o segmento de debêntures respondeu por 63% de todo o mercado de capitais. No mesmo Sant’Anna (2007) cita que, em relação às taxas de juros e rentabilidade, existe um



indicador que comprova o aumento da demanda por debêntures, que é a relação entre a remuneração proposta pelos emissores e a efetivamente aceita pelos compradores. E afirma que, em muitos dos lançamentos recentes, as taxas propostas foram superiores às apuradas e que são, em geral, superiores à taxa DI<sup>9</sup>.

De acordo com a Lei 6.404 (Brasil, 1976), em seu artigo 56, a debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso.

Na mesma Lei, artigo 54, é definido que a debênture terá valor nominal expresso em moeda nacional, salvo nos casos de obrigação que, nos termos da legislação em vigor, possa ter o pagamento estipulado em moeda estrangeira. Especificando, ainda, no mesmo artigo, § 1º, que a debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.

As debêntures, geralmente, concedem juros, fixos ou variáveis, e atualização monetária. Pode também conceder participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso. (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE).

Os mesmos autores (2003, p. 239) complementam que a possibilidade de se converter debêntures em ações são um atrativo para os investidores, visto que as bases desta conversão devem ser especificadas na escritura de emissão. E, devido à possibilidade desta existência de conversão, o plano de contas sugerido por eles é:

#### DEBÊNTURE

1. Conversíveis em ações;
2. Não conversíveis em ações;
3. Juros e participações;
4. Deságio a apropriar (conta credora).

---

<sup>9</sup> Taxa DI (Taxa de Depósito Interfinanceiro) é taxa média ponderada das operações com CDI-Over.

Esta segregação deve ser mantida tanto no Passivo Circulante quanto no Passivo Exigível a Longo Prazo. Nos termos do inciso IV, do § 8º, do artigo 5, do Ofício nº 001/2007 da CVM, as debêntures conversíveis em ações devem ser especificadas no intuito de se verificar a participação acionária relevante de grupos de interesse. Isso mostra, se há uma concentração de debêntures conversíveis nas mãos de grupos. Esta e todas as informações relevantes para os usuários entenderem a atual situação em que a empresa se encontra devem ser evidenciadas claramente nas Notas Explicativas.

Nas NE relacionadas às debêntures, deve-se divulgar os termos desses títulos, inclusive, indicando a existência de cláusulas de opção de repactuação e os períodos em que devem ocorrer essas repactuações. E, também, quando a companhia adquirir debêntures de sua própria emissão, deverá divulgar esse fato e o seu valor em Nota Explicativa. (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº. 01/2006, item 30.17.1). Todas estas informações são necessárias para que o analista externo possa saber a real situação desse passivo oneroso da empresa, e a clara evidenciação de todas estas informações nas Notas Explicativas demonstra que a empresa segue as normas e se preocupa com a transparência de suas ações.

Nota-se, portanto, que a transparência é essencial, uma vez que as demonstrações padronizadas e simplificadas impedem que o analista externo visualize dados imprescindíveis para o custo do capital de terceiros como condições de oferta e resgate, seus encargos financeiros etc. Neste estudo, as Notas Explicativas exercem um papel fundamental, pois são nelas que são disponibilizadas as informações necessárias para o cálculo do custo do capital de terceiros, segundo a forma de apuração proposta. Sendo assim, precisam conter todas as informações para o adequado cálculo do Ki.

Visando completar os itens que compõem o custo de capital de terceiros, são destacadas, a seguir, as informações referentes às despesas financeiras.

### 2.2.2 Despesas Financeiras

A Lei das Sociedades por Ações não é muito clara no que tange a discriminar os itens que compõe as despesas financeiras. No artigo 187, da referida Lei (Brasil, 1976), é citado somente que as despesas financeiras devem ser deduzidas das receitas financeiras, não fazendo nenhuma menção da sua composição ou da forma de evidenciação.

Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 355) demonstram um plano de contas com os elementos que compõem as despesas financeiras, bem como todo o grupo, denominado resultados financeiros líquidos:

#### RESULTADOS FINANCEIROS LÍQUIDOS

##### 1. RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS

###### a) DESPESAS FINANCEIRAS:

Juros pagos ou incorridos;  
Descontos concedidos;  
Comissões e despesas bancárias;  
Variação monetária prefixada de obrigações.

###### b) RECEITAS FINANCEIRAS:

Descontos obtidos;  
Juros recebidos ou auferidos;  
Receitas de títulos vinculados ao mercado aberto;  
Receitas sobre outros investimentos temporários;  
Prêmio de resgate de títulos e debêntures.

###### c) RESULTADO FINANCEIRO COMERCIAL:

Receita financeira comercial;  
Despesa financeira comercial.

##### 2. VARIAÇÕES MONETÁRIAS DE OBRIGAÇÕES E CRÉDITOS

###### a) VARIAÇÕES DE OBRIGAÇÕES:

Variação cambial;  
Variação monetária, passiva, exceto prefixada;

###### b) VARIAÇÕES DE CRÉDITOS:

Variação cambial;  
Variação monetária ativa.

##### 3. PIS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS

##### 4. COFINS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS

Iudícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 432) alertam que “a prática de lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras, sem as devidas aberturas por suas naturezas,

implica grande perda de informações com relação à evidenciação dos custos de financiamento das entidades [...]”, como já exposto anteriormente. É imprescindível, para o cálculo correto do custo do capital de terceiros, que haja a segregação nas Notas Explicativas das despesas financeiras em função da natureza do financiamento.

Iudicibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 355) ainda complementam que as despesas financeiras devem englobar:

- Juros de empréstimos, financiamentos, desconto de títulos e outras operações sujeitas à despesa de juros.
- Descontos concedidos a clientes por pagamentos antecipados de duplicatas e outros títulos. Não devem incluir descontos no preço de venda concedidos incondicionalmente, ou abatimentos de preço, que são Deduções de Vendas.
- Comissões e despesas bancárias, que são despesas cobradas pelos bancos e outras instituições financeiras nas operações de desconto, de concessão de crédito, comissões em repasses, taxas de fiscalização, etc.
- Correção monetária prefixada de obrigações, que ocorre nos empréstimos que já determinam juros e um valor já estabelecido de atualização. Para fins de classificação, a legislação considerou-a como se fossem juros e, normalmente, não ocorre com financiamentos a longo prazo.

Portanto, neste estudo, abordam-se os itens que compõem as despesas financeiras, mostrados acima, excluindo, quando possível, os descontos concedidos, por não pertencerem à área financeira da empresa, e sim operacional. A exclusão destes descontos faz-se necessária, visto que eles refletem o resultado operacional do negócio, e não fazem parte do resultado financeiro, que é objeto deste estudo.

Na Deliberação CVM nº. 488 (2005), artigo 78, consta que “As despesas financeiras devem ser normalmente as originadas dos passivos da entidade, ou seja, de contas tais como empréstimos e financiamentos e arrendamentos mercantis financeiros”, ou seja, assim não devem existir neste grupo os descontos concedidos, por serem da área operacional da empresa.

As informações da área operacional devem estar segregadas nos demonstrativos contábeis das informações da área financeira, visando à transparência e preocupação com

todos os *stakeholders*, em suas análises, com estas informações publicadas. Como visto anteriormente, na ilustração 1, os Investimentos realizados na empresa geram um retorno (ROI) e os Financiamentos da empresa (passivo oneroso e patrimônio líquido) requerem um custo ( $K_i$  e  $K_e$ ). Assim, o gestor da área operacional deve possuir todas as informações para o correto cálculo do ROI, o qual inclui os descontos concedidos. E o gestor da área financeira necessita de todas as informações para o cálculo do  $K_i$  e  $K_e$ , incluindo as despesas financeiras sem a inclusão destes descontos. A correta separação das áreas operacional e financeira permite a utilização dos indicadores para fins de acompanhamento e monitoramento dos efeitos das ações de cada gestor, seja nas decisões com efeitos operacionais e seja nas decisões com efeitos financeiros.

Além de evidenciar a segregação do resultado operacional do resultado financeiro, as empresas também devem indicar separadamente o valor das despesas financeiras das receitas financeiras. As despesas financeiras devem ser normalmente as originadas dos passivos da entidade, enquanto as receitas financeiras devem, normalmente, corresponderem aos ativos da entidade.

O Ofício-Circular/CVM/PTE nº. 309/1986, artigo 14, determina que as receitas e despesas financeiras “deverão ser evidenciadas, separadamente, destacando-se, também, quando for o caso, os juros e comissões das variações monetárias, tanto nas receitas como nas despesas”.

Todas estas segregações são essenciais para o cálculo correto do custo de capital de terceiros, e demonstram a preocupação que os gestores têm com a transparência das informações publicadas, sobretudo, da evidenciação das despesas financeiras.

### **2.3 Evidenciação da despesa financeira**

A evidenciação, também conhecida como *disclosure*, pode ser definida como a necessidade da empresa em informar as ações empresariais tomadas, bem como a transparência nas informações econômico-financeiras da mesma, visando a uma boa comunicação com todo o mercado. Estas informações não devem se restringir ao que é exigido pela legislação, pois a empresa transparente obtém benefícios advindos da globalização, como observado em estudos acadêmicos.

Para Camargos e Barbosa (2006a, p. 3):

[...] as exigências de *disclosure* que a empresa se compromete a cumprir resultam no aumento da sua visibilidade internacional, no acesso a fontes de financiamento com custos menores, o que representa uma sinalização positiva para os investidores.

Entre as pesquisas internacionais, com a evidenciação e o custo de capital de terceiros, destacam-se a de Sengupta (1998) e a de Mazundar e Sengupta (2005). Na primeira, o pesquisador, por meio de estudos empíricos, comprovou que as empresas com altos níveis de *disclosure* apresentaram um baixo custo de capital de terceiros. Na segunda pesquisa, os pesquisadores analisaram o Ki de 173 empresas que pediram empréstimos em bancos, no período de 1989 a 1993, e, nesse período, o custo de capital de terceiros (via empréstimos bancários) possuiu uma associação negativa com um índice de *disclosure* encontrado pelos pesquisadores. Sendo assim, as companhias com ganhos constantemente altos por *disclosures* voluntárias pagam juros mais baixos nos contratos de dívida (empréstimos bancários).

Freqüentemente, as empresas brasileiras enfrentam o desafio de definir o nível de *disclosure* adequado de modo a otimizar suas relações com os agentes de mercado, investidores e órgãos reguladores e obter custos adequados de divulgação das informações. (NAKAMURA *et al*, 2006). Os pesquisadores informam que a política de *disclosure* adotada pelas empresas está diretamente relacionada aos seus custos de financiamento.

Francis, Khurana e Pereira (2003) estudaram empresas de 34 países, com o objetivo de verificar a relação entre nível de *disclosure* voluntário fora dos EUA e a necessidade de

financiamento externo. Além de verificarem uma correlação positiva entre as duas variáveis, os pesquisadores encontraram também que as firmas com maior nível de *disclosure* têm menor custo de capital. Sendo assim, as empresas que dependem de financiamento externo possuem uma política de evidenciação voluntária expandida, não se limitando a evidenciar somente o que está na legislação. E isto proporciona um baixo custo de financiamento externo. Portanto, o estudo mostra a importância global de evidenciação voluntária ganhando acesso para abaixar custo de capital.

As leis e regulamentações no Brasil são omissas na exigência de evidenciação das despesas financeiras e outras informações que permitem o cálculo correto do custo de capital de terceiros. A Lei 6.404 (1976), artigo 176 (Brasil, 1976), traz, no *caput*, que, no final de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as demonstrações financeiras que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício. No mesmo artigo da referida lei, o § 5º, alínea “e”, determina que as Notas Explicativas deverão indicar a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo. Porém isto não é estendido às obrigações de curto prazo, pois se deduz que elas são decorrentes das obrigações de longo prazo. Um ponto importante é que a lei não deixa claro que é necessário colocar estes itens separadamente para cada passivo oneroso, podendo, com isso, abrir margem para que as empresas possam listar estas informações nas NE, sem correlacioná-las ao seu passivo gerador.

De acordo com a Deliberação nº. 488 (2005), artigo 63, a CVM complementa que, em relação ao empréstimo classificado como passivo circulante, se os eventos descritos a seguir ocorrerem dentro do período compreendido entre as datas do balanço e a da autorização para conclusão da elaboração, esses eventos deverão ser divulgados em Nota Explicativa: (a) houve refinanciamento em bases de longo prazo; (b) a entidade eliminou ou retificou a causa

do descumprimento da cláusula contratual; e (c) a entidade obteve do credor um prazo superior a 12 meses para corrigir a causa do descumprimento da cláusula contratual.

Já, em relação à evidenciação das despesas financeiras, a Lei 6.404 (Brasil, 1976), artigo 187, item III, determina que a demonstração de resultado do exercício discriminará as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais. Assim sendo, não deixa clara a limitação de possíveis evidenciações herméticas das despesas financeiras, juntamente com as receitas, ou seja, sem a apresentação explícita de cada uma delas.

De acordo com a Deliberação CVM nº. 488 (2005), artigo 78, alínea “f”, na Demonstração de Resultados do Exercício, devem ser divulgadas, no mínimo, as despesas financeiras, segregadas das receitas financeiras. Além de complementar que as despesas financeiras são originadas dos passivos da entidade, enquanto as receitas financeiras devem, normalmente, corresponder aos ativos da entidade. Assim sendo, deve ser indicado separadamente o valor de cada uma delas, melhorando a evidenciação.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, preocupada com a evidenciação, entregou, em 5 de Julho de 1999, ao Ministério da Fazenda – MF, o anteprojeto de reformulação da Lei nº 6.404/76, o qual posteriormente se tornou o Projeto de Lei nº. 3.741/00 que trata exclusivamente dos aspectos contábeis e que até então tramita no Congresso Nacional. Nele consta uma alteração no artigo 187, solicitando que haja, na DRE, a discriminação das despesas, divididas nos seguintes grupos: despesas com vendas, administrativas, financeiras e outras; e outro grupo com as receitas financeiras e demais receitas e ganhos. Assim, a evidenciação torna-se mais clara para os analistas externos, já que, na atual Lei (6.404/76) o referido texto do artigo 187 diz que a DRE discriminará, entre outros: (i) as despesas com as vendas; (ii) as despesas financeiras, deduzidas das receitas; (iii) as despesas gerais e administrativas; e (iv) outras despesas operacionais. Aceita-se, portanto, o



lançamento hermético das despesas com as receitas financeiras, como já exposto no item 1.3 deste trabalho.

Há de se ressaltar que a justificativa, bem como os objetivos do anteprojeto, os quais estão transcritos no mesmo, são:

#### **I - JUSTIFICATIVAS PARA A REVISÃO DA LEI**

Surgimento de uma nova realidade econômica no Brasil, bem diferente daquela existente há dez anos, quando se começou a pensar na revisão da Lei nº 6.404/76 e, principalmente, há vinte e um anos, quando essa lei foi editada.

Processo de globalização das economias, de abertura dos mercados, com expressivos fluxos de capitais ingressando no país e com as empresas brasileiras captando recursos no exterior.

#### **II – OBJETIVOS DO ANTEPROJETO**

Adequar a parte contábil da lei, de forma a atender a necessidade de maior transparência e qualidade das informações contábeis, devido aos aspectos acima referidos.

Criar condições para harmonização da lei com as melhores práticas contábeis internacionais.

Buscar eliminar ou diminuir as dificuldades de interpretação e de aceitação das nossas informações contábeis, principalmente, quando existem dois conjuntos de demonstrações contábeis, um para fins internos e outro para fins externos, com valores substancialmente diferentes.

Conseqüentemente, reduzir o custo (taxa de risco) provocado por essas dificuldades de interpretação e de aceitação.

Reduzir o custo de elaboração, de divulgação e da auditoria das nossas demonstrações contábeis.

[...]

Nota-se, portanto, que o anteprojeto visa atender à globalização com maior transparência, qualidade das informações, adequação às práticas internacionais, bem como eliminar ou diminuir as dificuldade de interpretação das informações contábeis. Ele objetiva uma maior transparência nas ações empresariais e, sobretudo, preocupação com os analistas externos, os quais necessitam de informações mais claras, diminuindo com isto, a assimetria de informação. Porém, o mesmo ainda não foi votado, e encontra-se tramitando pelo Congresso Nacional há 7 (sete) anos, portanto, ainda não surte os efeitos de suas melhorias na atual lei em vigor (Lei nº. 6.404/76).

A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, em seu Parecer de Orientação nº. 04/1979, item 8, esclarece que as Notas Explicativas previstas no artigo 176, § 5º, são consideradas

como um mínimo que a companhia aberta deve seguir, e deverá elaborar outras que forem necessárias ao esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. No subitem 5, do mesmo Parecer, orienta que, nas Notas Explicativas referentes às obrigações de longo prazo, devem constar, além das taxas, vencimentos e garantias das obrigações, “[...]a moeda em que as obrigações foram contraídas, se estão sujeitas à correção monetária, assim como juros, prazos, garantias e outras informações julgadas de interesse”. Em consonância, o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006 reafirma que, as Notas Explicativas das obrigações de longo prazo, devem conter: as taxas de juros, as datas de vencimento, as garantias, a moeda e a forma de atualização das obrigações de longo prazo.

As Notas Explicativas, que integram as demonstrações contábeis, devem apresentar informações quantitativas e qualitativas, de maneira ordenada e clara, para que seja exaurida a capacidade de comunicar aspectos relevantes do conteúdo apresentado nas demonstrações. (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006).

Em complemento, a CVM, por meio da Deliberação nº. 488 (2005), artigo 82, determina que as Notas Explicativas às demonstrações contábeis de uma entidade devem:

- a) apresentar informações sobre a base de preparação das demonstrações contábeis e das práticas contábeis específicas selecionadas e aplicadas para transações e eventos significativos;
- b) divulgar as informações exigidas pelas práticas contábeis adotadas no Brasil que não estejam apresentadas em nenhum outro lugar das demonstrações contábeis;
- c) fornecer informações adicionais que não são indicadas nas próprias demonstrações contábeis consideradas necessárias para uma apresentação adequada.

Além disso, a CVM, por meio da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), orienta as companhias abertas sobre a necessidade de transparência, coibindo a assimetria de informação. Em seu Ofício-Circular/CVM/SEP/nº. 001/2007, determina que:

Por meio deste expediente, a SEP pretende fomentar a divulgação das informações societárias de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o

mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e aplicação de multas cominatórias e de penalidades.

Nota-se, então, que a evidenciação (*disclosure*) é um dos objetivos básicos da Contabilidade no Mercado de Capitais, para que se possa garantir a todos os tipos de usuários as informações completas e confiáveis sobre a situação financeira e os resultados da companhia.

E estas informações são necessárias para a nova forma de apuração do custo de capital de terceiros proposta neste estudo, haja vista que a mesma é apresentada no próximo capítulo.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo, é definida a metodologia sob o ponto de vista de método de pesquisa, bem como a metodologia sob o ponto de vista dos procedimentos adotados, explicitando o universo e amostra deste estudo.

#### 3.1 Metodologia sob o ponto de vista de método de pesquisa

Neste estudo, busca-se verificar se as empresas do segmento NMGC da Bovespa possuem ou não diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas. Além disso, verificar, caso haja diferença, se ela se deve ao fato de que as empresas resumem demasiadamente as contas e alocam valores indevidos nas despesas financeiras, com a permissividade da lei, fazendo com que os valores apurados do Ki com base no BP e DRE sejam poucos significativos para expressar aos usuários externos seu efetivo custo de capital.

Nesse sentido, sob o ponto de vista de metodologia de pesquisa, o trabalho classifica-se em pesquisa descritiva, que, para Richardson (1999, p. 66), são estudos realizados quando se deseja descrever as características de um fenômeno. Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 61) afirmam que “a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los”.

Ainda sob o ponto de vista de metodologia de pesquisa, este estudo classifica-se também como uma pesquisa documental. Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 62), na pesquisa documental, “são investigados documentos com o propósito de descrever e comparar usos e

costumes, tendências, diferenças e outras características. As bases documentais permitem estudar tanto a realidade presente como o passado, com a pesquisa histórica”. visto que a pesquisa documental é uma das diversas formas da pesquisa descritiva, e complementam que “em síntese, a pesquisa descritiva, em suas diversas formas, trabalha sobre dados ou fatos colhidos da própria realidade”.

Uma das tarefas características da pesquisa descritiva é a coleta de dados. E, neste estudo, buscam-se os dados para se calcular o custo de capital de terceiros no Brasil, para as empresas que aderiram ao segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, pelas formas de apuração baseadas na publicação das demonstrações contábeis, nos períodos de 2001 a 2005.

### **3.2 Metodologia sob o ponto de vista dos procedimentos adotados**

Para se calcular o custo de capital de terceiros no Brasil, pelas formas de apuração baseadas na publicação das demonstrações contábeis, utiliza-se de informações contidas:

- Na DRE – as despesas financeiras;
- No BP – o passivo oneroso de curto e longo prazo;
- Nas Notas Explicativas – discriminação de todos os detalhes do passivo oneroso, bem como o valor de cada um e respectivo custo financeiro.

Foi realizada uma coleta de dados em várias fontes de pesquisa, via internet, nas seguintes fontes:

- CVM – Comissão de Valores Mobiliários;
- Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo;
- Economática® - Banco de Dados de Software; e
- No próprio site das empresas pesquisadas.

Assim, diante de uma informação duvidosa, ou que se encontrava no demonstrativo com um valor divergente em anos subsequentes, buscou-se outra fonte de dados para confirmá-la.

No estudo, faz-se uma comparação entre duas formas de apuração do Ki: a primeira utiliza-se dos dados da DRE e BP, já demonstrado na ilustração 2; e a segunda, com as informações contidas nas Notas Explicativas das mesmas companhias, as quais são melhores expostas no próximo capítulo.

Com os dados apurados das mesmas empresas nas duas formas de apuração, realiza-se um teste estatístico, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, visando verificar se há diferenças significativas entre os dados amostrais de ambas ou não.

As hipóteses da pesquisa são: (i) hipótese nula ( $H_0$ ): não há diferença significativa entre os valores das duas formas de apuração; e (ii) hipótese alternativa ( $H_1$ ): há diferença significativa entre elas. Sendo assim as hipóteses ficam representadas da seguinte forma:

- $H_0: \mu_1 = \mu_2$  (indica que não há diferença entre os dados amostrais);
- $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$  (indica que há diferença entre eles).

Deve ser levado em consideração, de acordo com Triola (1999, p. 175), que, num Teste de Hipóteses, sempre se testa a hipótese nula ( $H_0$ ), e, com isso a conclusão será sempre uma das seguintes: (1) rejeitar a hipótese nula; ou (2) não rejeitar a hipótese nula.

Caso a hipótese nula seja rejeitada, a hipótese alternativa é aceita e isto demonstra que os dados amostrais apóiam a hipótese de pesquisa de que há diferença significativa entre as duas formas de apuração do Ki. Caso contrário, se ela não for rejeitada, isto demonstra que não há evidencia amostral para apoiar a afirmação de que há diferença significativa entre as duas formas de apuração do Ki, de acordo com o resultado do teste estatístico.

Para o tratamento estatístico dos dados, utilizou-se o pacote estatístico SPSS<sup>10</sup>, por meio da aplicação do teste de hipótese conhecido como Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, indicados por Triola (1999) e Stevenson (2001), para ser usado quando se quer analisar as diferenças entre dados amostrais emparelhados (amostras dependentes), levando-se em conta os valores destas diferenças. Para Larson e Farber (2004, p. 314), “As duas amostras são dependentes se cada membro de uma amostra corresponder a um membro da outra”. Isso se verifica neste estudo, pois são informações das mesmas empresas calculados de maneiras diferentes.

Para Triola (1999), quando se trabalha com duas amostras dependentes, as estatísticas disponíveis são: (i) teste paramétrico: Teste t ou Teste z; e (ii) teste não-paramétrico: Teste dos Sinais ou Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon. Triola (1999) afirma que os testes paramétricos possuem maior eficiência que os testes não-paramétricos, porém os primeiros exigem suposições sobre a natureza ou forma da população envolvida, já os outros não dependem de tais exigências. Uma das principais exigências dos testes paramétricos é a da distribuição normal para as amostras, sendo assim é realizado um teste estatístico no SPSS, *kolmogorov-Smirnov*, no intuito de testar esta normalidade, o qual será visto com maiores detalhes no próximo capítulo.

Como nem todas as amostras apresentam distribuição normal, é utilizado um teste não-paramétrico e optou-se pelo Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (TPSW) que apresenta maior eficiência do que o Teste dos Sinais (TS), 95%, contra 63%, quando comparados com os métodos paramétricos com uma população normal. (TRIOLA, 1999). Esta eficiência que dizer que se todos os outros fatores permanecerem inalterados, o TPSW exige 100 observações amostrais para atingir os mesmos resultados que 95 observações amostrais analisadas por um teste correspondente paramétrico. E o TS exige 100 observações

---

<sup>10</sup> SPSS – *Statistical Package for the Social Science*.

amostrais para atingir o mesmo resultado que 63 observações amostrais analisadas por um teste correspondente paramétrico.

Por essa maior eficiência, o TPSW foi escolhido. Este teste é realizado, visando retirar informações que possibilitem concluir o teste de hipótese do presente estudo e, para isso, a seguir são definidos o universo e amostra da pesquisa.

### **3.2.1 Definição do Universo e Amostra**

Este estudo realiza-se com as companhias de capital aberto do Brasil que comercializam suas ações na Bovespa, onde em fevereiro/2007 existiam 503 empresas. Destas, 51 empresas fazem parte do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) e é considerado o universo desta pesquisa.

Porém, neste estudo, foram eliminadas as empresas financeiras e seguradoras, que são reguladas pelo Banco central, por possuírem demonstrativos contábeis diferenciados dos demais, devido à natureza de seu negócio, com suas contas específicas da atividade e que não são objetos deste estudo. São elas: Banco do Brasil S.A., Banco Nossa Caixa S.A., e Porto Seguro S.A.

Também foram eliminadas as organizações que possuíam saldos nulos (zero) nas contas do passivo oneroso em mais de um exercício social seguido. São elas: Eternit S.A., Light S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A., Obrascon Huarte Lain Brasil S.A., Odontoprev S.A., PDG Realty S.A. Empreend e Participações, Totvs S.A. O motivo de estas empresas terem sido eliminadas se deve ao fato de que não há a possibilidade de cálculo do Ki pelo BP e DRE, de acordo com sua formulação. Considerando que esta fórmula é o valor das despesas financeiras líquidas de impostos pelo passivo oneroso (PO), e sendo o valor evidenciado de PO igual a zero, a resposta é indefinida, ou seja, o resultado é impossível.



Assim sendo, não há como comparar essa forma de apuração com a outra proposta neste estudo.

Foi excluída também uma empresa que possui valores divergentes, de um mesmo período, entre as publicações de 2004 e 2005, que foi a Cia. Concessões Rodoviárias. Assim, como não havia certeza de qual valor utilizar, o resultado encontrado poderia ser enganoso e prejudicar a pesquisa.

As empresas recém-criadas, bem como aquelas que possuem menos do que três anos de demonstrações publicadas, também foram retiradas da amostra, pois não possuíam todas as informações publicadas para que se pudesse realizar o cálculo do Ki. E estas são: Abyara Planejamento Imobiliário S.A.; American Banknote S.A.; Brasil Ecodiesel Ind. Com. Bio. Ol. Veg. S.A.; Brasilagro - Cia Bras. de Prop. Agrícolas; Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A.; LPS Brasil - Consultoria de Imóveis S.A.; Rodobens Negócios Imobiliários S.A.; São Martinho S.A.; e Tecnisa S.A.

Assim, a amostra inicial ficou composta de 32 empresas do NMGC. Com relação ao tipo de amostragem, no estudo, utiliza-se o método não probabilístico, em que a amostra não é obtida por meios que envolvem o acaso e quando não se conhece a probabilidade de que um elemento venha a ser selecionado para compor a amostra; e, por julgamento, tendo em vista a população de estudo ser composta pelas empresas listadas na Bovespa, do NMGC, as quais foram selecionadas para atender ao objeto do presente estudo.

Neste grupo, NMGC, estas empresas comprometem-se, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Sendo assim, devem ampliar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, entre outros benefícios, os quais são melhores expostos no item a seguir. Portanto, nesta amostra inicial, as informações coletadas

dos Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado do Exercício deveriam conter os dados que possibilitem ao usuário externo o cálculo correto do custo de capital de terceiros.

### 3.2.1.1 Governança Corporativa

Para a Bovespa (2007), a “Governança Corporativa pode ser definida como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas”. Assim, as empresas que aderem à Governança Corporativa (GC) possuem uma administração mais transparente, com prestação de contas mais claras e equidade nos direitos de todos os acionistas, inclusive, os minoritários. Os segmentos de GC da Bovespa se dividem em três:

- **Nível 1:** práticas diferenciadas de governança corporativa, que contemplam basicamente regras de transparência e dispersão acionária;
- **Nível 2:** além das regras de transparência e dispersão acionária exigidas no Nível 1, contempla também as de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários.
- **Novo Mercado:** conjunto ainda mais amplo de práticas de governança. A grande diferença do Novo Mercado para os Níveis é a proibição de emissão de ações preferenciais: no Novo Mercado, as empresas devem ter somente ações ordinárias.

Portanto, o Novo Mercado (NM) é o segmento em que as empresas comprometem-se, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, entre outros benefícios. Por todos estes critérios, o segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) foi escolhido para este estudo, visando comprovar se realmente as demonstrações contábeis, BP e DRE das empresas que o compõem, possuem informações que possibilitem calcular o custo de capital de terceiros apropriadamente, já que fazem parte de um nível diferenciado de Governança Corporativa.

Para Martins, Silva e Nardi (2006), o termo Governança Corporativa surgiu inicialmente nos países anglo-saxões e, no Brasil, chegou por volta da década de 90, no intuito de limitar o poder dos acionistas controladores. E reforçou-se a partir do momento em que grandes investidores internacionais buscavam outras alternativas de investimentos, para compensar a saturação que seus mercados domésticos estavam enfrentando.

Martins, Silva e Nardi (2006, p. 1) alegam que

A governança corporativa surgiu para eliminar ou diminuir o conflito de agência entre gestores e proprietários, que é resultado da separação entre a propriedade e a gestão nas empresas. A falta de governança pode resultar, por exemplo, em uso de informações privilegiadas, manipulação de resultados, ensejando problemas de conflito de interesses, tais como os ocorridos com a *Enron*, a *Tyco*, a *Worldcom*, a *ImClone* e outras. Nesse cenário, ganhou muita importância a qualidade de evidenciação das empresas de capital aberto, atributo exigido pelos investidores para que possam investir com maior segurança.

Segundo Camargos e Barbosa (2006b), a governança corporativa (GC) vem ganhando destaque e importância, pois é uma alternativa para muitas empresas melhorarem sua imagem no mercado e ganharem competitividade por meio de uma maior transparência em seus negócios, no intuito de amenizar o atual cenário de volatilidade e baixo crescimento de alguns mercados.

O código das melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004, p. 9), destaca que um dos princípios básicos que inspiram sua criação é a transparência.

Mais do que a obrigação de informar, a administração deve cultivar o desejo de informar, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança, tanto internamente, quanto na relação da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem a criação de valor.

Além de transparência, o código das melhores práticas de governança corporativa (CMPGC) do IBGC (2004) possui outros três princípios básicos que inspiram sua criação: (i)

Equidade, que se caracteriza pelo tratamento justo e igualitário aos acionistas, inclusive, os minoritários; (ii) Prestação de contas (*accountability*), que informa que os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos; e (iii) Responsabilidade corporativa, declarando que os gestores devem ter uma visão mais ampla e de longo prazo, e, sobretudo, devem zelar pela perenidade das organizações, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade da sociedade em que atuam.

O CMPGC já está em sua 3ª versão, mas em seu lançamento, em maio de 1999, o termo governança corporativa era praticamente desconhecido no Brasil. Em abril de 2001, em sua 2ª versão, a governança corporativa já era mais conhecida no país, tanto que a Bovespa criou no mesmo período os níveis diferenciados de governança corporativa, que são os segmentos, Novo Mercado (NM), e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Houve, também, o início do cálculo do IGC, Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Esse índice compreende as companhias que aderem tanto ao NM quanto aos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e reflete o desempenho das ações dessas companhias.

O segmento Novo Mercado é foco neste estudo. De acordo com a Bovespa (2007), o Novo Mercado (NM) é um segmento diferenciado em que as companhias se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação brasileira. A premissa básica do NM é de que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Ele foi inspirado em modelos internacionais, entre eles, o *Neuer Markt* (Alemanha), *Nouveau Marché* (França), *TechMark* (Inglaterra), *Nuovo Mercato* (Itália), porém com algumas adaptações à realidade e necessidade brasileira.

Para ingressar no NM, a companhia adere a um conjunto de regras societárias, genericamente, chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, que são regras mais exigentes do que as presentes na regulamentação brasileira. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária, além de oferecer aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada na resolução dos conflitos societários do que a justiça comum.

De acordo com a Bovespa (2007), as principais regras do NM são:

- Capital Social composto exclusivamente por ações ordinárias;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, de forma agregada, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, no qual conste a programação dos principais eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação de termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.

- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, para resolução de conflitos societários.

Deve-se ressaltar que nenhuma destas regras do NM conflita com o que é estabelecido na regulamentação brasileira e nem nas Instruções da CVM. E que, no NM, as companhias só podem emitir ações ON, com o objetivo de garantir o direito ao voto a todos os acionistas.

Destaca-se que a necessidade de preparar, anualmente, os demonstrativos financeiros em algum padrão internacional (IFRS ou US GAAP), conforme citado, apesar de gerar mais custos para a companhia inserida do NM, tem a vantagem de conseguir maior exposição diante de investidores estrangeiros, que, normalmente, acompanham e investem em empresas pela possibilidade de analisar suas demonstrações contábeis.

Segundo Peixe (2003), as vantagens do NM seriam: i) *empresas*: melhor precificação das suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de transação, baseado no pressuposto de que o investidor dispõe-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de GC e que apresentam maior grau de transparência; ii) *investidores*: maior segurança e a oportunidade de adquirir o que a Bovespa chama de “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias) que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

Por todos estes quesitos, o NMGC foi escolhido neste estudo e, no próximo capítulo, têm-se os procedimentos executados e os resultados apresentados pelas duas formas de apuração do custo de capital de terceiros (Ki) nestas empresas deste segmento.

## 4 PROCEDIMENTOS EXECUTADOS, RESULTADOS E ANÁLISES

Neste capítulo, são apresentados os procedimentos executados nas duas formas de apuração do cálculo do custo do capital de terceiros. Além disso, são apresentados os resultados obtidos na forma de tabelas e suas respectivas análises.

### 4.1 Procedimentos Executados nas Duas Formas de Apuração do $K_i$

Neste estudo, tem-se como objetivo calcular o custo de capital de terceiros ( $K_i$ ) por duas formas de apuração. O primeiro cálculo é feito a partir das informações contidas no BP e na DRE. Este cálculo, segundo Bonizio (2005), é realizado por meio da divisão das despesas financeiras líquidas pela soma dos passivos onerosos médio de curto e longo prazo, visualizado na equação 10.

Equação 10	$K_i = \frac{\textit{Despesas financeiras líquidas}}{\textit{POCP médio} + \textit{POLP médio}}$
------------	--

Sendo assim, nesta forma de apuração, as despesas financeiras líquidas são calculadas pelo valor encontrado na conta de despesa financeira do período de análise, retirando-se a alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social de 34%. O passivo oneroso de curto prazo (POCP) médio é encontrado no BP, no grupo do passivo circulante, e é representado pela média dos saldos de empréstimos e financiamentos, títulos e debêntures dos períodos. O passivo oneroso de longo prazo (POLP) médio é encontrado no grupo de passivo exigível a longo prazo, também no BP, pela média dos saldos das mesmas contas do circulante, porém com vencimento superior a um ano.

Os valores médios do POCP e POLP são encontrados, calculando-se a média dos saldos dos trimestres do respectivo período. Assim sendo, na análise do ano de 2005, por exemplo, são somados os saldos do último trimestre de 2004, e os dos quatro trimestres de 2005, e divididos por cinco, para se encontrar o valor médio do passivo oneroso, tanto no curto quanto no longo prazo. Então, calcula-se o Ki das 32 empresas que compõem a amostra.

Na apuração do Ki das 32 empresas, não foi possível encontrar o Ki de algumas empresas que não possuíam dados publicados, em alguns anos. Sendo assim, o resultado encontrado ( $\#DIV/0!$ ) deve-se à fórmula ter sido zero dividido por zero, resultando assim em uma resposta indeterminada. Isto acontece porque nem todas as empresas da amostra inicial possuem todos os balanços do período de estudo, 2001 a 2005, e, portanto, o cálculo por esta formulação torna-se prejudicado, uma vez que não possui os valores de passivo oneroso e despesa financeira. Por esta razão, foram retiradas 16 empresas da amostra inicial que não possuíam todos os balanços. São elas: Brascan Residential Properties S.A.; Cosan S.A. Indústria e Comércio; CSU Cardsystem S.A.; Datasul S.A.; EDP – Energias do Brasil S.A.; GVT Holding S.A.; Iguatemi Emp. Shopping Centers S.A.; Klabin Segall S.A.; Localiza Rent A Car S.A.; Lupatech S.A.; M. Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos; Medial Saúde S.A.; Positivo Informática S.A.; Profarma Distrib. Prod. Farmac. S.A.; São Martinho S.A.; e , Submarino S.A. Assim, restou uma nova amostra com 16 empresas que possuem balanços anuais em todos os anos analisados neste estudo.

Com estes dados, realiza-se a estatística descritiva para estas 16 empresas para os cinco anos. Para Larson e Farber (2004), a estatística descritiva serve para organizar e descrever conjuntos de dados no intuito de compreendê-los e enxergar neles tendências, médias e variações.

De acordo com Corrar e Theóphilo (2004), a estatística descritiva fornece um resumo estatístico que revela informações importantes para fins de tomada de decisão. Ela gera um



relatório de estatística invariável para os dados do intervalo de entrada, fornecendo informações sobre a tendência central e a variabilidade dos dados. Além disso, ela fornece uma série de informações importantes para a compreensão do comportamento das variáveis estudadas, tais como: a média, a mediana, o desvio padrão, os valores mínimos e máximos da variável, o nível de confiança (95%), e ainda permite calcular o intervalo de confiança. O intervalo de confiança é calculado pela média subtraída do nível de confiança, para encontrar o limite inferior, e pela média somada ao nível de confiança, para encontrar o limite superior. Este intervalo consiste no conjunto de valores em torno da média amostral no qual se julga estar a verdadeira média populacional, com o nível de confiança de 95%.

Outra ferramenta de análise dos dados utilizada com as 16 empresas é o histograma, que serve para calcular freqüências individuais e cumulativas para um intervalo de dados. Corrar e Theóphilo (2004) acrescentam que os dados amostrais podem ser visualizados graficamente no histograma. Para Triola (1999), um histograma é um gráfico de barras no qual a escala horizontal representa classes de valores de dados, e a escala vertical representa freqüências. Sendo assim, o gráfico mostra, no eixo vertical à esquerda, a freqüência absoluta dos valores obtidos e, no eixo vertical da direita, as freqüências relativas acumuladas até cada um dos limites superiores das faixas de valores, além dos blocos gerados e divididos automaticamente.

Logo após estas análises de dados das 16 empresas, são selecionadas 10 delas (Sabesp, Company, Cyrela, Embraer, Gafisa, Renner, Perdigão, Rossi, São Carlos e Tractebel), as quais possuem todos os balanços anuais e trimestrais do período analisado, sendo descartadas as demais 6 empresas por não possuírem todos os balanços publicados no período analisado de 2001 a 2005. É importante frisar a necessidade da publicação dos balanços trimestrais que, como visto, é uma das regras do segmento NMGC, pois, sem a divulgação destes, o cálculo

do Ki pode tornar-se distorcido pela forma de apuração do BP e DRE, uma vez que o cálculo será feito somente pelos passivos onerosos dos balanços anuais.

Com as 10 empresas selecionadas, realiza-se um estudo multi-casos com o objetivo de, primeiro, calcular o Ki pela segunda forma de apuração (NE), e depois comparar com o Ki na primeira forma de apuração (BP e DRE). Para tanto, são extraídas as informações de empréstimos e financiamentos, bem como debêntures, contidas nas Notas Explicativas das mesmas. Este cálculo, proposto neste trabalho, é exemplificado na ilustração 3, com dados contidos nas Notas Explicativas de uma empresa (Company S.A. do ano de 2001).

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox% T</b>
Financ. Cta Garantida	6.683,00	14,9%	19,56%	2,9%
Sist. Financ. Habit.	11.870,00	26,4%	15,15%	4,0%
Debêntures	26.404,00	58,7%	24,01%	14,1%
	<b>44.957,00</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>21,009%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>13,866%</b>

Figura 3. Exemplo de informações extraídas das Notas Explicativas

Pode-se visualizar, na ilustração 3, o valor de cada passivo oneroso, o percentual que este representa sobre o total (%T), o custo de cada um deles (Custo), o custo que cada um representa (Custo x %T) no custo de capital de terceiros (Ki) bruto e, por fim, o Ki líquido é encontrado, descontando-se o Imposto de Renda de 34%.

A evidenciação de todos os dados nas demonstrações contábeis é imprescindível para o correto cálculo do capital de terceiros. A partir da análise minuciosa das Notas Explicativas das empresas pesquisadas, as seguintes informações foram encontradas:

1. Os vários tipos de empréstimos e financiamentos;
2. Os valores de cada um destes;
3. As formas de atualização (correção monetária, variação cambial etc);

4. Taxas de juros;
5. Datas de vencimentos;
6. Os mesmos dados para as debêntures;
7. Despesas financeiras segregadas das receitas financeiras.

Todas estas informações são necessárias para se obter maior acurácia dessa forma de apuração do Ki. Porém elas não são encontradas no mesmo padrão em todas as empresas e, por vezes, algumas empresas não possuíam todos os dados claramente evidenciados, ou seja, algumas destas informações não eram encontradas. Diante disso, quando se encontrava algum empréstimo numa empresa e que não era evidenciado, a taxa de juros, por exemplo, era realizada uma média aritmética das taxas de juros de outros empréstimos da mesma empresa no mesmo período, para suprir a informação não encontrada. E, assim, realizava-se o cálculo do Ki conforme ilustração 3.

Com estas informações e o Ki apurado sob as duas formas de apuração, é realizada a estatística Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para duas amostras dependentes. Este teste é não-paramétrico (ou de livre distribuição), ou seja, não exige suposições sobre a distribuição populacional de onde as amostras foram extraídas. A metodologia, extraída de Triola (1999) e Stevenson (2001), utiliza-se dos postos dos dados amostrais, compostos de pares combinados, que considera o tamanho das diferenças dos pares. Neste estudo, cada par de dados mostra os Ki de uma das 10 empresas selecionadas, apurados segundo as duas formas de apuração, ou seja, pelas informações do BP e DRE e pelas informações contidas nas NE. Como esse teste considera o tamanho das diferenças ( $d$ ), ele leva em consideração justamente a diferença apresentada entre as duas formas de apuração em cada período, para cada empresa. A estatística de teste utilizada é a seguinte:

Equação 11	$z = \frac{T - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$
------------	---

Onde:

→ T: é o 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; e

→ n: é o número de pares de dados para os quais a diferença  $d$  não é zero.

Para analisar o resultado fornecido pelo teste, é verificado o valor- $P$  (*Asymp. Sig.*) ou valor de probabilidade que, segundo Triola (1999, p. 180), “é a probabilidade de obter um valor da estatística amostral de teste no mínimo tão extremo como o que resulta dos dados amostrais, na suposição de a hipótese nula ser verdadeira”. Sendo assim, se o valor- $P$  apresentado for superior a 0,05, há evidência insuficiente contra a hipótese nula, ou seja, não se deve rejeitar a hipótese nula ao nível de significância ( $\alpha$ ) de 5%. Caso contrário, há evidências muito fortes contra a hipótese nula, ou seja, a mesma deve ser rejeitada. As hipóteses, como já mencionadas, são:

-  $H_0: \mu_1 = \mu_2$  (indica que não há diferença entre os dados amostrais);

-  $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$  (indica que há diferença entre eles).

Inicialmente, na definição de qual estatística utilizar neste teste de hipótese, se paramétrica ou não, foi necessário descobrir se todas as séries de dados (cada forma de apuração, em cada ano, é uma série de dados, totalizando 10 séries) provinham de uma distribuição normal, um pressuposto essencial na estatística paramétrica. Para isso, foi utilizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov (KS)* aliado ao *Shapiro-Wilk (SW)*, que aparece sempre que as amostras forem inferiores a 50, visando testar esta normalidade. Segundo Pestana e Gageiro (2003, p. 247), “O teste *Kolmogorov-Smirnov* de aderência à normalidade

serve para analisar o ajustamento ou aderência à normalidade da distribuição de uma variável [...]”. Como o nível de significância ( $\alpha$ ) utilizado no estudo é de 5%, o resultado (Sig.) do *KS* e *SW* deve ser maior do que 0,05 para as séries de dados terem distribuição normal. Como nem todas as séries apresentam normalidade, ou seja, nem todas possuem um resultado (Sig.) acima de 0,05, optou-se pelo Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (não-paramétrico) que não tem esta exigência, como será visto na seção 4.3 – Comparação de Resultados.

Este teste, que faz parte dos testes de hipóteses, tem como objetivo rejeitar ou não rejeitar a hipótese nula deste estudo: as empresas que estão listadas no segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, não possuem diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do *Ki* pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE, e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas.

Busca-se com este estudo verificar se existem ou não diferenças entre as duas formas de apuração e, se existirem, quais os fatores que as determinaram, além de verificar se a exigência de transparência na divulgação está sendo suficiente para o cálculo do *Ki*.

A seguir, são apresentados os resultados encontrados e suas análises.

#### **4.2 Resultados e Análise dos Resultados das Duas Formas de Apuração**

Inicialmente, nesta seção apresentam-se os valores obtidos do *Ki* com dados coletados nas demonstrações contábeis publicadas das 32 empresas da amostra inicial do NMGC, do período de 2001-2005, pela forma de apuração com dados do BP e DRE.

Vale ressaltar que estes dados foram obtidos na CVM, Bovespa, Economática® e, também, pelos sites das próprias empresas. Das 51 empresas listadas no segmento NMGC da Bovespa, em fevereiro/2007, foram selecionadas 32, inicialmente. Foram excluídas as

empresas das áreas financeiras e de seguros. Empresas que possuíam o valor zero de passivo oneroso de curto e longo prazo em anos consecutivos, além das organizações que possuíam valores divergentes nas publicações do mesmo exercício social, em anos subseqüentes, como já descrito.

Os valores apurados nesta seção seguem a forma de apuração utilizada por Bonizio (2005), equação 10. Posteriormente foram retiradas 16 empresas que não publicaram os demonstrativos contábeis, BP e DRE, nos anos do estudo e, por isso, apresentaram uma resposta indeterminada (#DIV/0!). Posteriormente, é realizada a estatística descritiva e o histograma com as outras 16 empresas restantes. Novamente, foram retiradas 6 empresas que não possuíam os balanços trimestrais e, por isso, poderiam apresentar valores distorcidos, uma vez que a formulação considera também o passivo oneroso trimestral.

Depois são selecionadas 10 empresas que possuem todos os demonstrativos contábeis do período de 2001 a 2005, inclusive, os demonstrativos trimestrais. Assim, é calculado novamente o custo de capital de terceiros com as informações extraídas das Notas Explicativas destas empresas. E, finalmente, é verificado se houve ou não diferença significativa entre estas duas formas de apuração, tanto gráfica quanto estatisticamente, e analisadas as suas causas.

#### **4.2.1 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Demonstrações Contábeis**

Para o cálculo do custo de capital de terceiros pelas Demonstrações Contábeis (BP e DRE), têm-se algumas tabelas e gráficos: Custo de Capital de Terceiros das 32 empresas da amostra inicial (BP e DRE) (tabela 1); Custo de Capital de Terceiros das 16 empresas (BP e DRE) (tabela 2); Estatística Descritiva das 16 empresas com  $K_i$  calculado pelo BP e DRE (tabela 3); Histogramas dos anos de 2001 a 2005 (gráficos 1 a 5);  $K_i$  das 10 empresas com

dados completos (tabela 4); Estatística Descritiva das 10 empresas com Ki calculado pelo BP e DRE (tabela 5); e, Custo de Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos (gráfico 6).

Antes da apresentação dos resultados, deve-se destacar que, nos anos de 2001 a 2005, houve bastante oscilação nas moedas estrangeiras, se comparadas ao Real. Isto impactou diretamente as dívidas em moeda estrangeira, fazendo com que a forma de apuração com base no BP e DRE também acompanhasse essa oscilação já que, 9, das 10 empresas, possuem dívidas em outras moedas em pelo menos um ano desse período analisado. Nos anos de 2001 e 2002, a moeda brasileira se desvalorizou perante outras moedas estrangeiras, por exemplo: Dólar, Euro e Iene japonês. Já, nos anos de 2003 a 2005, o Real se valorizou perante as mesmas moedas estrangeiras, como pode ser visto no quadro 3.

<b>Moeda</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Dólar Americano	+18,67%	+52,27%	-18,23%	-8,13%	-11,82%
Euro	+12,05%	+79,35%	-1,37%	-0,85%	-23,50%
Iene japonês	+3,66%	+68,18%	-9,30%	-3,98%	-23,53%

Quadro 3 - Variação da moeda brasileira em relação a outras moedas

O quadro 3 mostra, nos anos de 2001 e 2002, o percentual de alta, ano a ano, das outras moedas em relação ao Real, com conseqüente desvalorização da moeda brasileira. Os anos de 2003 a 2005 mostram os percentuais de baixa, ano a ano, das outras moedas em relação ao Real, com sua conseqüente valorização. O cálculo apresentado refere-se ao valor, de alta ou baixa, visualizado em todo o ano, o que foi possibilitado pelos dados contidos no quadro 4, com os valores de câmbio para estas moedas.

<b>Taxa de câmbio em relação a R\$ 1,00</b>	<b>31.12.00</b>	<b>31.12.01</b>	<b>31.12.02</b>	<b>31.12.03</b>	<b>31.12.04</b>	<b>31.12.05</b>
Dólar Americano	1,95540	2,32040	3,53330	2,88920	2,65440	2,34070
Euro	1,84173	2,06363	3,70120	3,65059	3,61949	2,76905
Iene japonês	0,01708	0,01771	0,02978	0,02701	0,02594	0,01983

Fonte: Banco Central do Brasil (2007)

#### Quadro 4 – Taxas de câmbio

O quadro 4 mostra as taxas de câmbio de importantes moedas internacionais que foram utilizadas neste estudo, ou seja, as empresas estudadas possuem dívidas internacionais indexadas a essas moedas. Pode-se notar que nas três moedas houve um aumento na taxa de câmbio, nos anos de 2000 a 2002, e uma diminuição nos anos de 2003 a 2005, fato já visto no quadro 3.

Estas variações do Real influenciaram diretamente no custo de capital de terceiros das operações com o mercado internacional, ou seja, de empréstimos advindos do exterior. Assim, as variações positivas explicam as altas taxas de juros referentes ao Ki das empresas, e as variações negativas explicam as baixas taxas de juros referentes ao Ki das empresas, o que será visto nas tabelas 1, 2 e 4.

Na tabela 1, são apresentados os custos do capital de terceiros apurados, com os dados do BP e DRE, para a amostra inicial composta pelas 32 empresas, podendo-se perceber que os valores do Ki oscilaram bastante nos 5 anos de estudo, como pode ser visto. Vale ressaltar, que na apuração do Ki, quando a empresa constante da amostra pertencia a um grupo, os demonstrativos contábeis utilizados foram os consolidados.



Tabela 1 - Custo do Capital de Terceiros das 32 empresas da amostra inicial (BP e DRE)

Razão Social	Ki (valores em percentuais)				
	2001	2002	2003	2004	2005
1 BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	120,61	60,73	38,63
2 CIA SANEAM. BASICO EST SAO PAULO	12,38	22,03	5,69	5,86	5,27
3 CIA SANEAM. DE M. GERAIS-COPASA MG	27,69	45,51	6,25	6,65	4,80
4 COMPANY S.A.	13,59	7,29	11,24	9,32	7,48
5 COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	#DIV/0!	168,47	56,88	75,90	36,34
6 CPFL ENERGIA S.A.	35,69	62,84	14,27	11,85	10,59
7 CSU CARDSYSTEM S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	2914,43	865,51	43,23
8 CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPR PART	19,51	8,25	11,38	10,28	14,32
9 DATASUL S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	83,31	61,38
10 DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	169,35	161,23	56,17	17,70	19,04
11 EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	#DIV/0!	97,24	22,89	35,88	22,56
12 EMBRAER-EMP. BRASAERONAUTICA S.A.	37,66	89,46	-13,50	-1,48	-4,78
13 GAFISA S.A.	11,24	8,86	11,52	15,13	13,14
14 GRENDENE S.A.	202,26	150,18	122,04	57,46	46,00
15 GVT (HOLDING) S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	27,48	11,67	10,30
16 IGUATEMI EMP. SHOPPING CENTERS S.A	#DIV/0!	#DIV/0!	149,81	87,67	132,13
17 KLABIN SEGALL S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	92,75	43,64	44,93
18 LOCALIZA RENT A CAR S.A.	#DIV/0!	33,22	20,60	17,81	11,18
19 LOJAS RENNER S.A.	19,65	37,32	6,03	23,57	34,10
20 LUPATECH S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	117,99	42,87	67,42
21 M.DIAS BRANCO S.A. IND COM ALIMENTOS	#DIV/0!	#DIV/0!	47,77	47,14	40,28
22 MEDIAL SAUDE S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	68,91	31,65	26,92
23 NATURA COSMETICOS S.A.	58,54	62,56	31,28	15,30	17,20
24 PERDIGAO S.A.	14,57	25,28	6,46	9,82	5,86
25 POSITIVO INFORMATICA S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	573,82	437,13	127,19
26 PROFARMA DISTRIB PROD FARMAC. S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	103,45	38,31	49,58
27 RENAR MACAS S.A.	74,50	54,94	53,93	18,39	25,34
28 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	0,00	0,00	8,85	8,64	10,44
29 SAO CARLOS EMPREEND. E PARTICIP. S.A.	44,32	33,18	79,11	34,48	35,11
30 SAO MARTINHO S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	104,77	55,19
31 SUBMARINO S.A.	#DIV/0!	#DIV/0!	101,02	48,43	22,57
32 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	10,98	19,13	2,91	7,46	9,15

Na tabela1, pode-se visualizar o Ki das 32 empresas, da amostra inicial, calculado com base nas Demonstrações Contábeis anuais e trimestrais. Verifica-se que muitas empresas possuem um resultado não numérico (#DIV/0!). Isto ocorre porque estas empresas não publicaram os demonstrativos contábeis do referido ano. Assim, não tendo estas informações para calcular a fórmula (equação 10), utiliza-se, para o cálculo, zero dividido por zero e, por

isso, a resposta é indeterminada. Pode-se notar, também, que muitas empresas possuem valores extremamente altos para o Ki, por exemplo, a empresa CSU Cardsystem S.A que apresentou, no ano de 2003, um Ki de 2914,43% e, em 2004, de 865,51%. Isto ocorre porque a empresa apresenta baixo valor de passivo oneroso nos balanços publicados e alto valor de despesa financeira e, também, só possui os balanços anuais de 2003, 2004 e 2005. Estes fatos prejudicam a análise da referida empresa. Como não é possível fazer a análise de dados das empresas que apresentaram resposta indeterminada (#DIV/0!), por meio da estatística descritiva e do histograma, as mesmas foram eliminadas da amostra inicial e, sendo assim, restaram 16 empresas. Os dados destas empresas podem ser visualizados na tabela 2.

Tabela 2 - Custo de Capital de Terceiros das 16 empresas (BP e DRE)

Razão Social	Ki (valores em percentuais)				
	2001	2002	2003	2004	2005
1 CIA SANEAM. BASICO EST SAO PAULO	12,38	22,03	5,69	5,86	5,27
2 CIA SANEAM. DE M. GERAIS-COPASA MG	27,69	45,51	6,25	6,65	4,80
3 COMPANY S.A.	13,59	7,29	11,24	9,32	7,48
4 CPFL ENERGIA S.A.	35,69	62,84	14,27	11,85	10,59
5 CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPR PART	19,51	8,25	11,38	10,28	14,32
6 DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	169,35	161,23	56,17	17,70	19,04
7 EMBRAER-EMP. BRASAERONAUTICA S.A.	37,66	89,46	-13,50	-1,48	-4,78
8 GAFISA S.A.	11,24	8,86	11,52	15,13	13,14
9 GRENDENE S.A.	202,26	150,18	122,04	57,46	46,00
10 LOJAS RENNER S.A.	19,65	37,32	6,03	23,57	34,10
11 NATURA COSMETICOS S.A.	58,54	62,56	31,28	15,30	17,20
12 PERDIGAO S.A.	14,57	25,28	6,46	9,82	5,86
13 RENAR MACAS S.A.	74,50	54,94	53,93	18,39	25,34
14 ROSSI RESIDENCIAL S.A.	0,00	0,00	8,85	8,64	10,44
15 SAO CARLOS EMPREEND. E PARTICIP. S.A.	44,32	33,18	79,11	34,48	35,11
16 TRACTEBEL ENERGIA S.A.	10,98	19,13	2,91	7,46	9,15

Pode-se notar, na Tabela 2, que existem valores altos para o Ki como, por exemplo, a empresa Grendene S.A. que apresentou Ki no ano de 2001 de 202,26%, e a Diagnósticos da América que apresentou Ki de 169,35% no mesmo ano. Isto acontece porque estas empresas não publicaram os Balanços Patrimoniais trimestrais e, como a fórmula (equação 10) leva em

conta o passivo oneroso médio de curto e longo prazo, considerando os trimestrais, este cálculo torna-se prejudicado, apresentando grandes distorções.

Mesmo assim, com estes dados, é realizada a estatística descritiva destas empresas no intuito de organizar e descrever estes conjuntos de dados anuais, visando obter informações importantes para fins de análise (tabela 2).

Tabela 3 - Estatística Descritiva das 16 empresas com o Ki calculado pelo BP e DRE

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Média	47,00	49,25	25,85	15,65	15,82
Erro padrão	14,46	12,05	8,78	3,46	3,33
Mediana	23,67	35,25	11,31	11,06	11,87
Modo	-	-	-	-	-
Desvio padrão	57,86	48,22	35,13	13,86	13,31
Variância da amostra	3347,65	2324,87	1234,16	192,09	177,04
Curtose	3,57	1,45	2,74	5,19	0,47
Assimetria	2,06	1,43	1,71	2,06	0,91
Intervalo	202,26	161,23	135,54	58,94	50,77
Mínimo	0,00	0,00	-13,50	-1,48	-4,78
Máximo	202,26	161,23	122,04	57,46	46,00
Soma	751,93	788,06	413,66	250,42	253,08
Contagem	16	16	16	16	16
Nível de confiança (95,0%)	30,83	25,69	18,72	7,39	7,09
<b>Intervalo Superior</b>	<b>77,83</b>	<b>74,95</b>	<b>44,57</b>	<b>23,04</b>	<b>22,91</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>16,16</b>	<b>23,56</b>	<b>7,13</b>	<b>8,27</b>	<b>8,73</b>

É apresentada, na tabela 2, a estatística descritiva das 16 empresas que possuem os demonstrativos anuais do ano de 2001 a 2005. As informações mais relevantes são: a média da amostra em cada período, o desvio-padrão, os valores mínimos e máximos apresentados pelas empresas em cada ano e os intervalos superior e inferior. Este intervalo consiste no conjunto de valores em torno da média amostral no qual se julga estar a verdadeira média populacional, com o nível de confiança de 95%. Nota-se que este intervalo é grande devido à

alta oscilação do Ki das empresas nos anos em estudo, o que explica os valores altos de variância e desvio padrão.

Com estes dados amostrais (tabela 2 e 3), têm-se os histogramas dos 5 anos no intuito de visualizar graficamente estes valores apurados do Ki com base no BP e DRE. Eles são apresentados nos gráficos 1 a 5, abaixo, nos quais se visualizam as frequências individuais e cumulativas para os intervalos de dados. O gráfico mostra, no eixo vertical à esquerda, a frequência absoluta dos valores obtidos e, no eixo vertical da direita, as frequências relativas acumuladas até cada um dos limites superiores das faixas de valores. A análise dos histogramas será realizada, considerando-se os dados apresentados nas tabelas 2 e 3.

<b>Ano de 2001</b>		
<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>% cumulativo</i>
0	1	6%
50,56	11	75%
101,13	2	88%
151,69	0	88%
Mais	2	100%

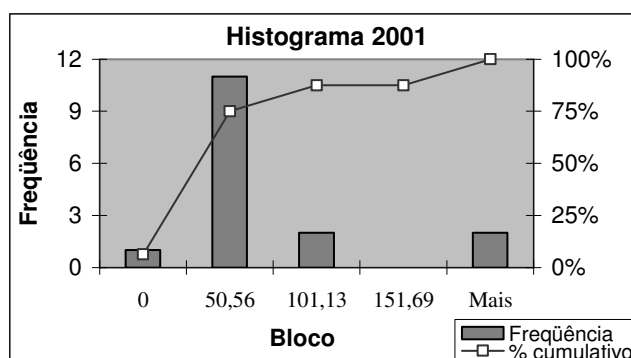


Gráfico 1. Histograma 2001

O gráfico 1 mostra o histograma das 16 empresas no ano de 2001. Nele, observa-se a frequência absoluta no eixo vertical da esquerda, representada pelos blocos em cinza e a frequência relativa acumulada no eixo vertical da direita, representada pela linha que mostra o valor percentual cumulativo de cada bloco. Pode-se verificar nos blocos que, até o valor 0% de custo de capital de terceiros há 1 frequência absoluta de valor obtido, ou seja, há 1 empresa com Ki de até 0%, visto que, no cumulativo, esta empresa significa 6% da amostra. Esta empresa é a Rossi Residencial S.A. que possui o Ki de 0%, como pode ser visto na tabela 2, e este resultado é devido porque ela faz o lançamento indevido de receitas com despesas

financeiras, deixando a despesa financeira com valor igual a zero (lançamentos herméticos). De 0 a 50,56% de Ki, há 11 empresas, e é o bloco que contém a média, de 47,00%. Estas 11 empresas, somadas à empresa constante do bloco anterior, representam 75% da amostra no cumulativo. Há duas empresas com Ki de 50,56 a 101,13%, representando 88% no cumulativo. Não há nenhuma empresa no bloco seguinte, ou seja, de 101,13 a 151,69% de Ki. E finalmente há mais duas empresas que possuem Ki acima de 151,69%, representando o total de 100% das frequências relativas acumuladas. De maneira geral, este gráfico mostra que as empresas possuem resultados muito diferenciados de Ki, neste ano, ou seja, o Ki das empresas da amostra variou de 0 a mais de 151,69%, ou seja, um intervalo irreal, demonstrando que esta forma de apuração é ineficiente, pois não oferece valores que refletem o custo real de capital de terceiros.

<b>Ano de 2002</b>		
<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>% cumulativo</i>
0	1	6%
40,31	8	56%
80,61	4	81%
120,92	1	88%
Mais	2	100%

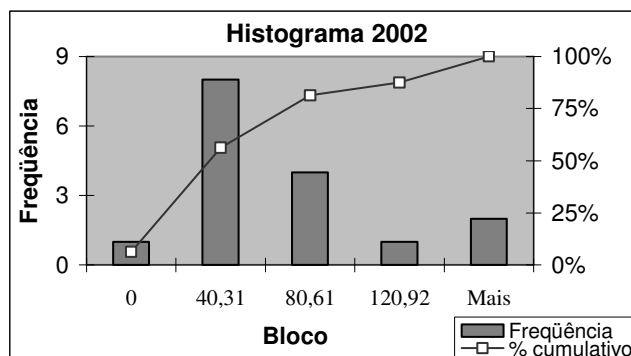


Gráfico 2. Histograma 2002

O histograma do ano de 2002 é apresentado no gráfico 2, destacando-se que, no primeiro bloco, existe uma empresa com Ki de até 0%. Aqui se encontra a empresa Rossi Residencial S.A., com Ki de 0%, que novamente fez lançamentos herméticos das receitas e despesas financeiras, evidenciando na DRE o valor de despesas financeiras igual a zero. O bloco que apresenta maior frequência absoluta é o segundo bloco, com 8 ocorrências. Sendo assim, pode-se afirmar que de 0 a 40,31% de Ki, existem 8 empresas, as quais representam

uma frequência relativa acumulada, juntamente com o primeiro bloco de 56%. O terceiro bloco, de 40,31 a 80,61% de Ki, existem 4 ocorrências com uma frequência acumulada de 81%, que indica que é de 81% a probabilidade de o custo de capital de terceiros das empresas estar abaixo de 80,61%, que é o limite superior desse bloco. Os demais blocos podem ser visualizados no histograma. Novamente, nota-se que existe empresa com  $Ki = 0$  e empresas com elevados valores encontrados para Ki. Nota-se aqui valores que não representam dados reais de Ki para ser utilizado pelos usuários externos.

<b>Ano de 2003</b>		
<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>% cumulativo</i>
-13,50	1	6%
20,39	10	69%
54,27	2	81%
88,16	2	94%
Mais	1	100%

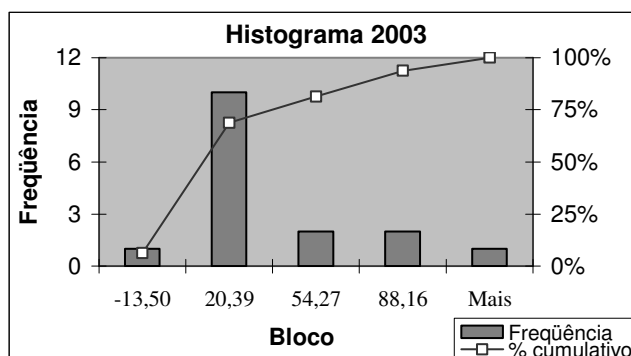


Gráfico 3. Histograma 2003

No gráfico 3, apresenta-se o histograma do ano de 2003, onde se destaca o primeiro bloco que apresenta uma ocorrência de Ki negativo (empresa Embraer) e, no segundo bloco, que vai de -13,50 a 20,39% de Ki, 10 ocorrências, representando uma frequência acumulada de 69% quando somado ao primeiro bloco. Ele indica que é de 69% a probabilidade de o custo de capital de terceiros das empresas estar abaixo de 20,39%, que é o limite superior desse bloco. O último bloco contém a empresa Grendene S.A. com Ki acima de 88,16% (122,04% como pode ser visto na tabela 2), empresa com análise prejudicada em razão da mesma só possuir dados anuais, sem a publicação dos trimestrais. Neste ano, também nota-se valores do Ki muito fora da média apresentada na tabela 2 (25,85%), demonstrando novamente a fragilidade da apuração do Ki pelo BP e DRE.

O histograma do ano de 2004 é apresentado no gráfico 4, a seguir, e o mesmo mostra o primeiro bloco com uma ocorrência de Ki negativo (empresa Embraer). O segundo bloco, com 8 ocorrências, indica que é de 56% (frequência acumulada) a probabilidade de o Ki estar abaixo de 13,25%, que é o limite superior deste bloco. O terceiro bloco, com 5 empresas, é o bloco que contém a média de 15,65%. No último bloco, aparece a empresa CSU Cardsystem S.A., com Ki acima de 42,72% (57,46% visto na tabela 2). Novamente, encontram-se valores de Ki que destoam dos demais, com a apuração pelo BP e DRE.

<b>Ano de 2004</b>		
<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>% cumulativo</i>
-1,48	1	6%
13,25	8	56%
27,99	5	88%
42,72	1	94%
Mais	1	100%

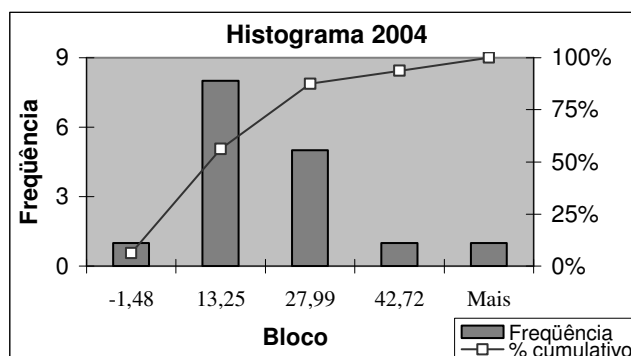


Gráfico 4. Histograma 2004

Por fim, no gráfico 5, é apresentado o histograma do ano de 2005. Destaca-se neste gráfico que o bloco que contém a média de 15,82% é o terceiro bloco, com 7 ocorrências, sendo o maior bloco, o qual apresenta uma frequência acumulada de 75% quando somado aos dois primeiros blocos. Ele indica que é de 75% a probabilidade de o custo de capital de terceiros das empresas estar abaixo de 20,61%, que é o limite superior desse bloco. Por fim, o último bloco, composto de 3 empresas que possuem Ki acima de 33,30%. Pode-se notar que neste ano a variância, desvio padrão e média abaixaram sensivelmente em relação aos anos de 2001 a 2003, mas, mesmo assim, apresentaram-se valores de Ki altos e fora da realidade do país, evidenciando as mesmas ineficiências apresentadas nos anos anteriores nesta forma de apuração do Ki que se utiliza de informações contidas no BP e DRE.

<b>Ano de 2005</b>		
<i>Bloco</i>	<i>Frequência</i>	<i>% cumulativo</i>
-4,78	1	6%
7,92	4	31%
20,61	7	75%
33,30	1	81%
Mais	3	100%

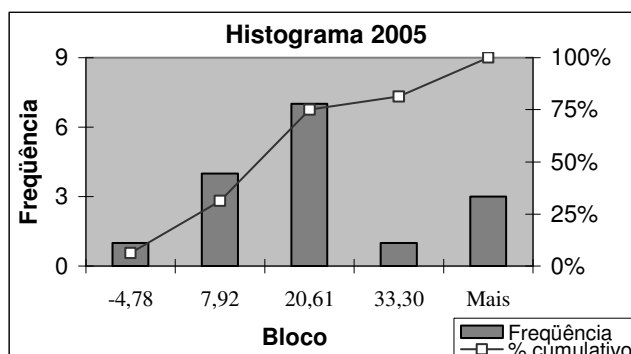


Gráfico 5. Histograma 2005

Com os histogramas dos anos de 2001 a 2005, nos gráficos 1 a 5 apresentados, foi possível visualizar graficamente as frequências absoluta e relativa acumuladas da ocorrência do Ki em cada bloco, além de visualizar o bloco que contém a média do ano que foi apurada na estatística descritiva (tabela 3). Nota-se que os valores de Ki tiveram uma excessiva variação em cada período. Isto aconteceu, principalmente, pelo fato de as empresas não possuírem os balanços completos, anuais e trimestrais, do período do estudo (2001 a 2005) e, também, apresentarem o valor zero nas despesas financeiras em seguidos anos. Os Balanços trimestrais são imprescindíveis para o cálculo do Ki com base no BP e DRE, conforme visto na equação 10, e, apesar de serem demonstrações de apresentação obrigatória pelo segmento NMGC, conforme já exposto, não foram encontrados em todas as empresas da amostra. Com isso, esta amostra (16 empresas) ainda contém resultados prejudicados, pois necessitam de todos os passivos onerosos trimestrais, visto que estas não servem para comparação com a outra forma de apuração.

Considerando o exposto acima, com referência a empresas que não possuem todos os balanços anuais e trimestrais do período analisado, tornando o cálculo prejudicado, foram



selecionadas 10 empresas desta amostra, as quais possuem todos os balanços completos no período, e que se encontram listadas na tabela 4.

Tabela 4 - Ki das 10 empresas com dados completos (BP e DRE)

<b>Ki com base no BP e DRE</b>					
<b>Empresas \ Ano</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Cia San.-Sabesp	12,38%	22,03%	5,69%	5,86%	5,27%
Company	13,59%	7,29%	11,24%	9,32%	7,48%
Cyrela	19,51%	8,25%	11,38%	10,28%	14,32%
Embraer	37,66%	89,46%	-13,50%	-1,48%	-4,78%
Gafisa	11,24%	8,86%	11,52%	15,13%	13,14%
Lojas Renner	19,65%	37,32%	6,03%	23,57%	34,10%
Perdigao	14,57%	25,28%	6,46%	9,82%	5,86%
Rossi	0,00%	0,00%	8,85%	8,64%	10,44%
Sao Carlos	44,32%	33,18%	79,11%	34,48%	35,11%
Tractebel	10,98%	19,13%	2,91%	7,46%	9,15%

Na tabela 4, tem-se o Ki das 10 empresas que apresentaram todos os balanços anuais e trimestrais do ano de 2001 a 2005. Nota-se que os valores apresentados ainda são bastante variáveis, oscilando de (menos) -13,50 a 89,46%, porém com sensível melhora. O resultado zero apresentado, nos anos de 2001 e 2002, pela empresa Rossi Res. S.A., é devido à referida empresa não ter divulgado o valor das despesas financeiras no referido exercício, indicando o lançamento hermético de despesas e receitas financeiras efetuado pela empresa. Outro fato a se considerar são os valores encontrados no Ki da empresa Embraer: (i) valores muito altos nos anos 2001 e 2002; e (ii) valores negativos nos anos de 2003 a 2005. Isto ocorre devido à empresa possuir várias dívidas em moedas estrangeiras, as quais tiveram altas oscilações nos anos estudados, como já mencionado, fato que será visto em detalhes na seção 4.3 – Comparação dos Resultados.

Com o intuito de se fazer uma análise de todos os dados apresentados na tabela 4, realiza-se a estatística descritiva dos anos de 2001 a 2005 para as 10 empresas (Tabela 5).

Tabela 5 – Estatística Descritiva das 10 empresas com o Ki calculado pelo BP e DRE

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Média	18,39	25,08	12,97	12,31	13,01
Erro padrão	4,17	8,09	7,71	3,19	3,96
Mediana	14,08	20,58	7,65	9,57	9,80
Modo	-	-	-	-	-
Desvio padrão	13,19	25,60	24,37	10,08	12,54
Variância da amostra	173,85	655,16	593,88	101,61	157,16
Curtose	0,80	4,74	7,82	1,93	0,47
Assimetria	1,04	1,98	2,58	1,25	0,95
Intervalo	44,32	89,46	92,61	35,97	39,89
Mínimo	0,00	0,00	-13,50	-1,48	-4,78
Máximo	44,32	89,46	79,11	34,48	35,11
Soma	183,90	250,80	129,71	123,06	130,10
Contagem	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Nível de confiança (95,0%)	9,43	18,31	17,43	7,21	8,97
<b>Intervalo Superior</b>	<b>27,82</b>	<b>43,39</b>	<b>30,40</b>	<b>19,52</b>	<b>21,98</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>8,96</b>	<b>6,77</b>	<b>-4,46</b>	<b>5,10</b>	<b>4,04</b>

Nota-se na tabela 5 que as médias, os desvios padrão, os valores máximos, bem como, normalmente, o intervalo ao nível de confiança de 95%, diminuíram sensivelmente quando comparados à tabela 3, com as 16 empresas. Isto se deve, principalmente, pela variância (medida de dispersão dos dados da amostra) que diminuiu na tabela 5, nos respectivos anos, causados pela retirada de empresas que possuíam cálculo de Ki prejudicado. Isto acontece pelo fato de não terem publicado os dados trimestrais, mesmo sendo uma exigência do segmento NMGC, essenciais para a correta forma de apuração do Ki pelo BP e DRE, para diminuir as discrepâncias encontradas entre as empresas no período.

No gráfico 6, pode-se visualizar o custo do capital de terceiros (Ki) das mesmas empresas constantes nas tabelas 4 e 5, calculado com base nas informações extraídas do Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício.

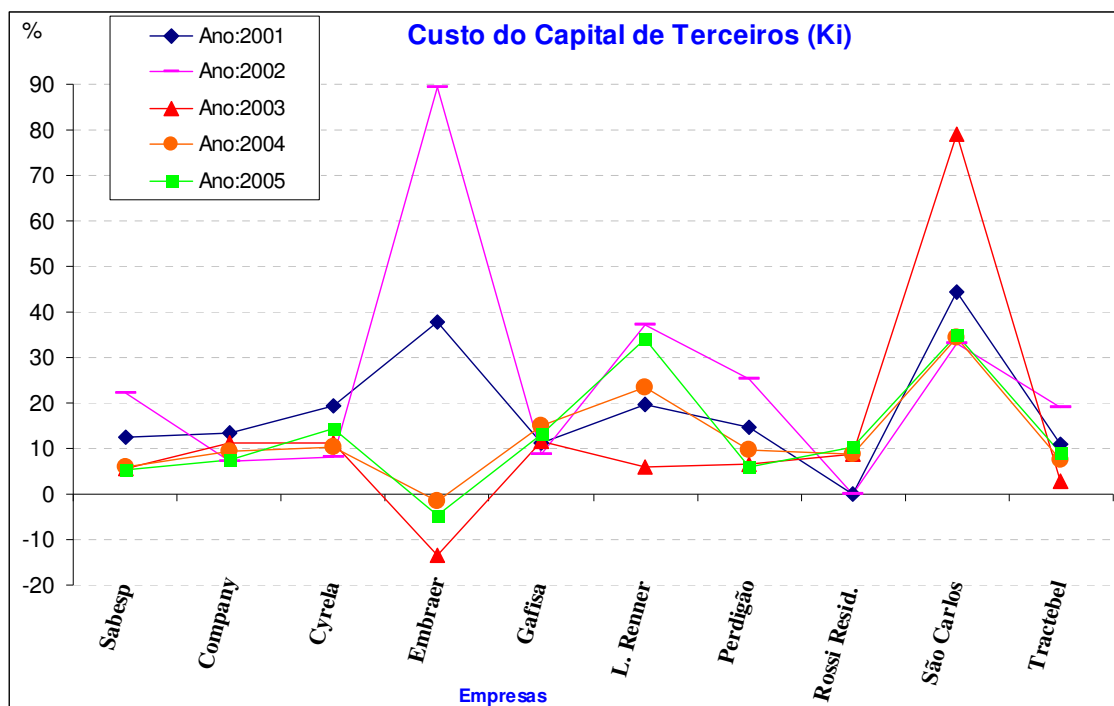


Gráfico 6. Custo do Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos

No gráfico 6, visualizam-se melhor os resultados encontrados do Ki com base no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício. Pode-se notar que algumas empresas apresentaram valores elevados em alguns anos. Como exemplo, pode-se citar a empresa Embraer, no ano de 2002, e São Carlos, no ano de 2003. Este fato ocorreu devido às variações cambiais ocorridas nos anos de 2001 e 2002, como já exposto nos quadros 3 e 4. Fato este que registrou uma alta no Dólar em 2001, de 18,67%, e de 52,27%, em 2002, que regrediu em 2003 e nos anos seguintes.

Todos estes dados apresentados, bem como os valores discrepantes observados, são vistos com maiores detalhes na seção 4.3 – Comparação dos Resultados.

#### 4.2.2 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Notas Explicativas

Conforme descrito anteriormente, busca-se neste trabalho a comparação do custo do capital de terceiros ( $K_i$ ) por duas formas de apuração. Na primeira, utilizada por Bonizio (2005), a fórmula é o valor das despesas financeiras dividido pela média dos passivos onerosos do período, constante na equação 10, já demonstrada.

Para tanto, foram utilizados os dados constantes no Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) das empresas da amostra, os quais já foram apresentados anteriormente, na seção 4.2.1 - Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Demonstrações Contábeis.

Nesta seção, realiza-se o cálculo do  $K_i$  pela segunda forma de apuração, por meio das informações contidas nas Notas Explicativas (NE), como visto anteriormente, na ilustração 3. Assim, foram extraídas as informações referentes ao passivo oneroso de curto e longo prazo do período analisado, bem como o seu custo, das Notas Explicativas das mesmas 10 empresas da amostra, durante os cinco anos deste estudo. No total são 50 NE que foram analisadas para a realização da forma de apuração ora proposta. Estas empresas foram selecionadas por possuírem todos os demonstrativos anuais e trimestrais do período de 2001 a 2005.

Vale ressaltar que as oscilações em outras moedas comparadas ao Real, vistas nos quadros 3 e 4, também são observadas nesta metodologia, uma vez que a oscilação das moedas interfere diretamente no custo das dívidas, visto que, se o Real se desvalorizar, este maior custo financeiro aumentará as despesas financeiras. Caso contrário, se o Real se valorizar, este “benefício” financeiro diminuirá as despesas financeiras, como observado nas NE das empresas: Perdigão, Embraer e Sabesp, nos anos de 2003 a 2005.

Assim, foram analisadas as notas explicativas das 10 empresas no intuito de extrair as informações referentes ao passivo oneroso e seus custos, incluindo, juros e correções.

Há de se relatar que algumas empresas não evidenciam claramente as informações referentes ao passivo oneroso da entidade, visto que, por vezes, encontravam-se empréstimos e financiamentos sem a correta taxa de juros e/ou correção monetária. Neste caso, a solução encontrada foi de fazer uma média dos juros e/ou correção monetária dos outros passivos onerosos, da mesma empresa e, no mesmo período.

Os valores encontrados no Ki destas empresas, de acordo com esta forma de apuração, encontram-se condensados na tabela 6.

Tabela 6 – Custo do Capital de Terceiros com base nas informações das NE

<b>Ki com base na NE</b>					
<b>Empresas \ Ano</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Cia San.-Sabesp	12,03%	23,70%	3,24%	6,96%	7,34%
Company	13,87%	19,49%	14,54%	10,32%	10,90%
Cyrela	17,58%	33,30%	-0,56%	4,69%	5,96%
Embraer	13,51%	40,20%	-6,89%	1,22%	-2,32%
Gafisa	12,11%	17,89%	15,72%	12,75%	12,54%
Lojas Renner	15,94%	34,43%	-4,54%	0,90%	13,24%
Perdigao	12,37%	28,92%	-1,62%	3,35%	-1,13%
Rossi	12,78%	8,11%	9,06%	9,62%	10,89%
Sao Carlos	16,84%	30,06%	12,86%	14,87%	7,42%
Tractebel	12,29%	28,69%	2,84%	4,93%	4,25%

Com o cálculo do custo de capital de terceiros (Ki), com base nas informações contidas nas Notas Explicativas, observa-se que os resultados apresentados diminuíram, em alguns casos, quando comparados à tabela 4. Como exemplo, pode-se citar a empresa Embraer no ano de 2002, com o Ki mais elevado (40,20%) e, também, o Ki mais baixo (-6,89%) em 2003. Nota-se que os valores estão mais uniformes, ou seja, sem valores discrepantes, como Ki em um valor muito alto, como no caso da Embraer, em 2002 (89,46%).

Para compreender melhor os dados da tabela 5, utiliza-se a estatística descritiva, com as 10 empresas da amostra, como uma ferramenta de análise dos dados, nos anos de 2001 a 2005 (tabela 7).

Tabela 7 - Estatística Descritiva das 10 empresas com o Ki calculado pelas NE

<b>Estatística Descritiva</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Média	13,93	26,48	4,46	6,96	6,91
Erro padrão	0,66	2,96	2,57	1,51	1,71
Mediana	13,15	28,80	3,04	5,95	7,38
Modo	-	-	-	-	-
Desvio padrão	2,09	9,36	8,14	4,79	5,39
Variância da amostra	0,04	0,88	0,66	0,23	0,29
Curtose	-87,6	30,0	-150,6	-107,7	-57,3
Assimetria	88,7	-62,9	15,1	33,7	-67,8
Intervalo	5,54	32,09	22,61	13,97	15,55
Mínimo	12,03	8,11	-6,89	0,90	-2,32
Máximo	17,58	40,20	15,72	14,87	13,24
Soma	139,30	264,80	44,65	69,61	69,09
Contagem	10	10	10	10	10
Nível de confiança (95,0%)	1,50	6,70	5,82	5,82	5,82
<b>Intervalo Superior</b>	<b>15,43</b>	<b>33,18</b>	<b>10,29</b>	<b>12,78</b>	<b>12,73</b>
<b>Intervalo Inferior</b>	<b>12,43</b>	<b>19,78</b>	<b>-1,36</b>	<b>1,14</b>	<b>1,09</b>

Nota-se, na tabela 7, que a média oscilou nos mesmos padrões da variação cambial ocorrida durante os 5 anos de estudo. Os valores dos desvios-padrão diminuíram sensivelmente, bem como o intervalo de confiança (intervalo entre o superior e o inferior), também comparados à tabela 4. Outro ponto a ser destacado é que, utilizando-se das Notas Explicativas para o cálculo do Ki, os valores zero de Ki não existem, pois, com o uso das informações das NE, são extraídos os cálculos de todo o passivo oneroso do período, e, na forma de apuração anterior, haviam lançamentos herméticos das despesas com as receitas financeiras, prejudicando o referido cálculo.

No gráfico 7, pode-se visualizar o custo do capital de terceiros (Ki) das mesmas empresas constantes nas tabelas 6 e 7, calculado com base nas informações extraídas das Notas Explicativas.

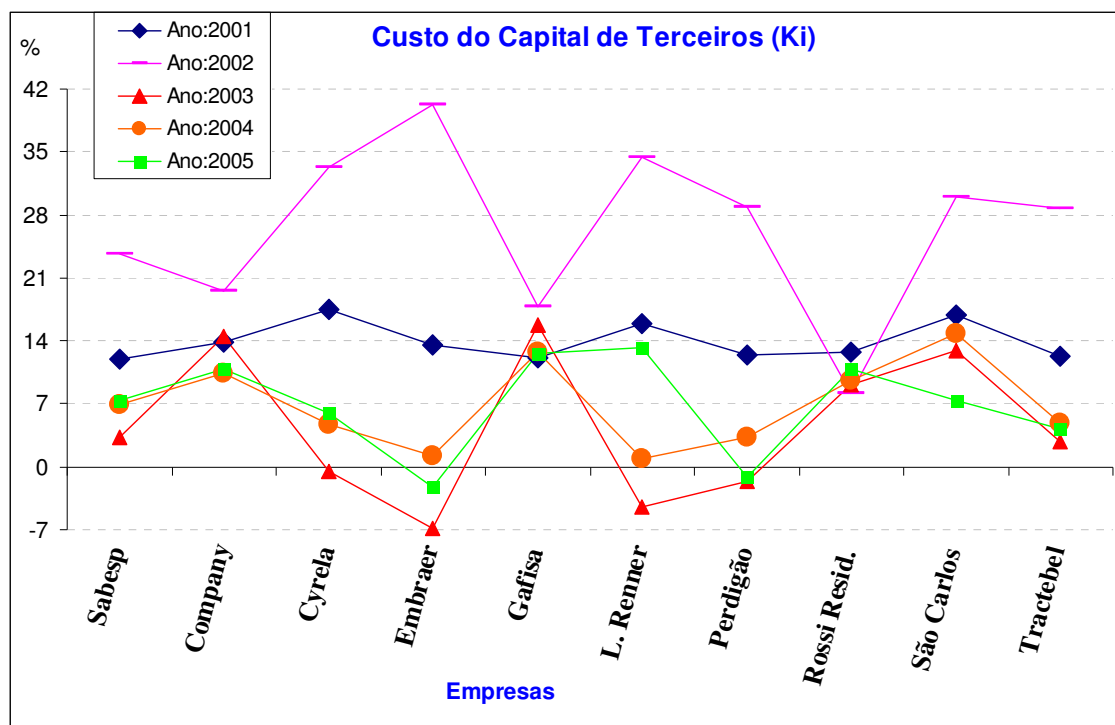


Gráfico 7. Custo do Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos

Pode-se visualizar, no gráfico 7, que o eixo y, Ki, diminuiu consideravelmente. Nota-se, que no gráfico 6, o Ki chega a atingir o patamar de 90% e, no gráfico 7, não ultrapassa 42%, haja vista que os valores maiores encontram-se, normalmente, no ano de 2002, em que houve uma forte desvalorização do Real perante as outras moedas. Mostra-se então um gráfico mais homogêneo do que o anterior. Outro ponto a salientar é que nesta forma de apuração não existe nem Ki de valor igual a zero, pois elimina-se o efeito de lançamentos herméticos de despesas com receitas financeiras. Contudo, neste gráfico, aumentaram-se as ocorrências de Ki negativo, devido à oscilação da variação cambial.

A seguir, são realizadas outras comparações dos resultados apresentados nas duas formas de apuração.

### 4.3 Comparação dos Resultados

Faz-se, nesta seção, uma comparação das duas formas de apuração, no intuito de analisar as diferenças encontradas no resultado do cálculo do custo de capital de terceiros. Inicialmente, é realizada uma análise com as variações encontradas em cada empresa, visualizada graficamente. Posteriormente, são realizados os testes estatísticos, considerando-se cada ano da pesquisa.

As variações encontradas no cálculo do Ki em cada empresa, pelas duas formas de apuração, encontram-se nos gráficos 8 a 17, a seguir.

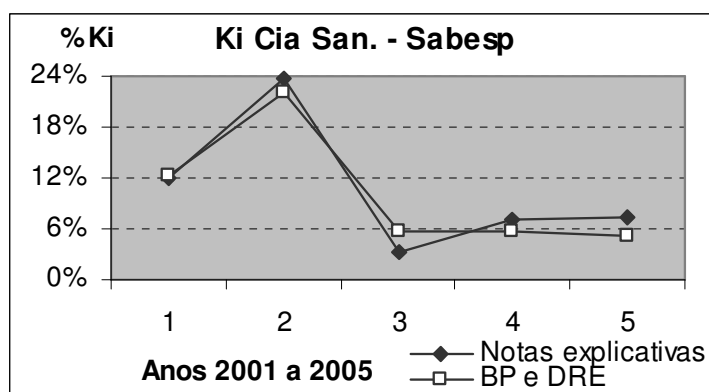


Gráfico 8 - Ki's da Cia Saneamento Básico SP- Sabesp

No gráfico 8, pode-se observar o Ki da empresa Sabesp sob as duas formas de apuração. Destaca-se que esta empresa possui em média 38% de seu passivo oneroso em dívidas com o mercado internacional, em todos os anos (em Dólar e Euro), fator que contribui para explicar os altos valores de Ki nos anos de 2001 e 2002, e baixos em 2003 a 2005, devido à variação cambial ocorrida no período. Os valores encontrados nas duas formas de



apuração mostram homogeneidade em todos os anos. Isso demonstra, que a empresa não realiza lançamentos herméticos, das receitas e despesas financeiras. E outras possibilidades de ineficiências não foram aqui constatadas. Um ponto a se destacar é que a empresa faz o desdobramento das contas de despesas e receitas financeiras nas NE, possibilitando um maior nível de *disclosure*.

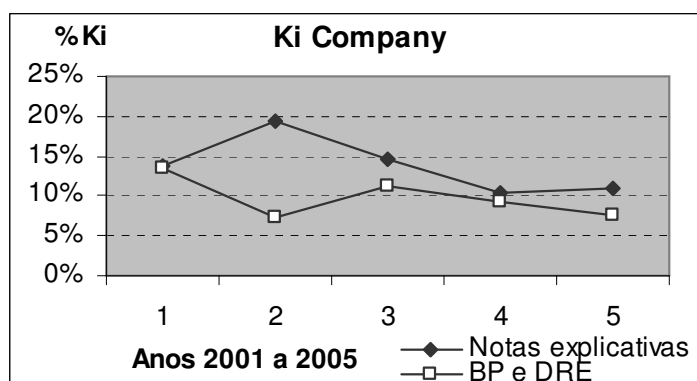


Gráfico 9 - Ki's da Company S.A.

O Ki da Company, mostrado no gráfico 9, apresenta uma grande variação entre as duas apurações no ano de 2002; nos demais anos apresenta uma certa homogeneidade. Há de se destacar que a empresa não possui empréstimos internacionais referentes ao período de estudo, assim sendo, não há o que se falar sobre variação cambial. Outro destaque é que a empresa possui aplicações financeiras em todo o período do estudo, observado pelos saldos nos BP e também nas NE do período, porém a mesma não apresenta nenhum valor lançado como receita financeira em todos os 5 anos. Fato que contribui para a suposição de que há lançamentos herméticos de receitas e despesas financeiras. Deve-se considerar também que a empresa possui debêntures que possuem como indexador o IGPM, que sofreu grande alta em 2002, quando se comparado ao ano de 2001 e 2003. Outro fator é que, no ano de 2002, a empresa possuía debêntures não conversíveis vencendo, mas não há informações suficientes para saber qual o valor e quantidades que foram liquidadas. Estes fatores apresentados podem

vir a explicar o fato de grande oscilação no ano de 2002, e outras em menores proporções nos outros anos.

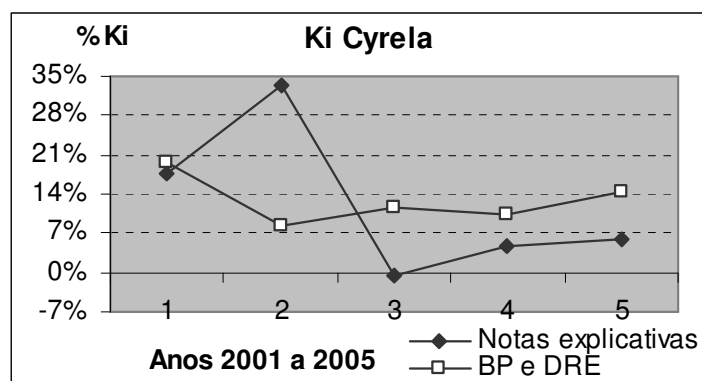


Gráfico 10 - Ki's da Cyrela Brazil Realty S.A. Empr. Part.

A empresa Cyrela, constante do gráfico 10, apresenta dívidas em Dólar em todo o período do estudo. Nota-se aqui que há diferenças significativas entre as duas apurações, em vários anos. A empresa não realiza lançamentos herméticos de despesas e receitas financeiras. E foi verificado que a empresa possui divergência nos valores evidenciados em despesas financeiras do ano de 2002. Assim, na DRE, consta o valor de R\$ 13.854,00 e, nas NE, consta o valor de R\$ 38.769,00 (valores em milhares de reais). Para o cálculo com as informações do BP e DRE, foi utilizado o valor de R\$ 13.854,00 para apurar o Ki. Outro ponto a se destacar é que a empresa, algumas vezes, quando retira novos empréstimos, não deixa claro nas NE a data em que o empréstimo foi retirado e nem o prazo de vencimento do mesmo.

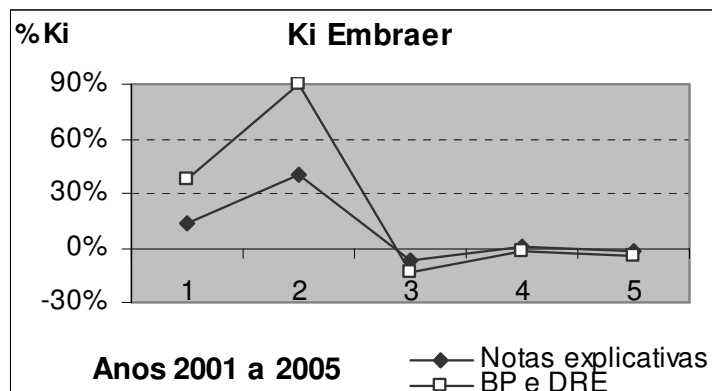


Gráfico 11 - Ki's da Embraer - Emp. Bras. Aeronautica S.A.

O Ki da Embraer, mostrado no gráfico 11, apresenta variações expressivas entre as duas apurações, nos anos de 2001 e 2002. Outro ponto é que a empresa não realiza lançamentos herméticos de despesas e receitas financeiras. Ela faz a segregação de cada uma destas contas com sua respectiva evidenciação em Notas Explicativas, porém há valores encontrados na DRE que nem sempre são os mesmos evidenciados em NE, ou seja, valores diferentes lançados em locais diferentes, mas que são referentes a uma mesma conta, ou seja, a evidenciação não está sendo feita corretamente.

Destaca-se que a empresa possui empréstimos no mercado externo atrelado ao Dólar, Iene, Euro, dentre outros, durante todos os anos do estudo, sofrendo os problemas de variação cambial como já informado anteriormente. Sendo assim, a empresa apresenta altos valores para o Ki, nos anos de 2001 e 2002, e baixos valores, chegando a negativos, nos anos subsequentes. Com isso, observou-se que a empresa, nestes três últimos anos, lançou em sua DRE valores negativos nas despesas financeiras, ou seja, ela evidenciou neste grupo de contas o ganho que obteve com a variação cambial referente aos passivos existentes no período, ficando com um saldo credor nas despesas financeiras.

Em uma análise detalhada nas NE da Embraer, nos anos de 2003 a 2005, encontraram-se, na seção “Variações monetárias e cambiais líquidas - Passivas”, as contas que geraram

esses valores negativos para as despesas financeiras, quais sejam: Adiantamentos de clientes; Financiamentos; Fornecedores; e Contas a pagar. Estas contas apresentaram um saldo credor que superou as demais contas devedoras das despesas financeiras que foram: Juros e comissões sobre financiamentos; CPMF; Operações com derivativos etc.

Devido a esse fato, o valor encontrado do Ki, nos anos de 2003 a 2005, apresentou valores negativos nas duas formas de apuração.

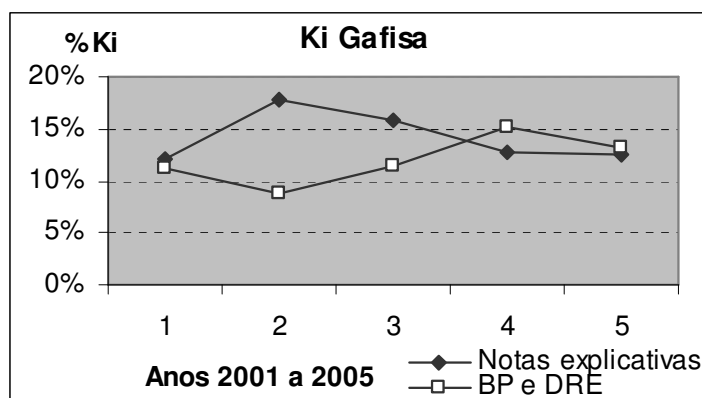


Gráfico 12 - Ki's da Gafisa S.A.

No gráfico 12, têm-se os dados da Gafisa, os quais apresentam diferenças significativas, principalmente, no ano de 2002, porém, nos anos de 2003 e 2004, há uma pequena divergência que se pode observar. A empresa não realiza lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras, e também não há juros sobre o capital próprio lançados nas despesas financeiras durante o período de 2001 a 2005. Um fato que merece destaque é que a empresa possuía, ao final de 2001, um empréstimo internacional em Dólares que foi quitado em 2002, mas não há nenhuma menção em relação à data de liquidação do mesmo, bem como outras informações pertinentes. Esse foi o único empréstimo em moeda estrangeira do período.

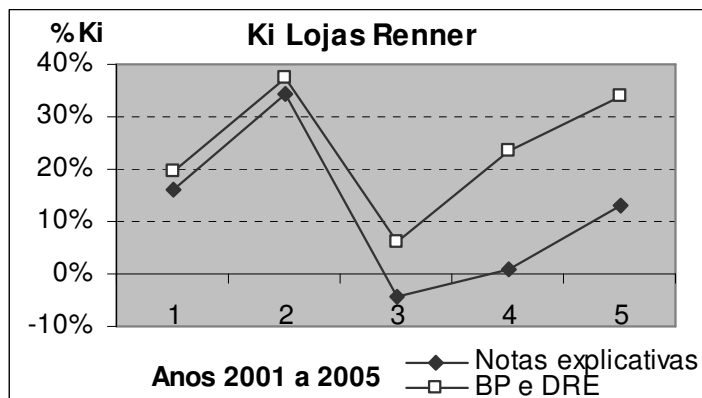


Gráfico 13 - Ki's das Lojas Renner S.A.

A evolução do Ki das Lojas Renner, mostrada no gráfico 13, apresenta variação entre as duas formas de apuração, sobretudo, nos anos de 2003 a 2005. A empresa possui empréstimos em moeda nacional e estrangeira em todo o período do estudo. Há de se destacar que a empresa não evidencia em NE as suas despesas financeiras, porém há evidenciação em NE, nos anos de 2003 e 2004, de instrumentos financeiros com o objetivo de trocar os encargos financeiros de parte dos empréstimos em moeda estrangeira, fixando os referidos encargos à variação do CDI, fato este que não apresenta maiores detalhes. Isso pode ser o indicativo das altas taxas do Ki encontradas nos anos de 2004 e 2005, na forma de apuração com informações do BP e DRE.

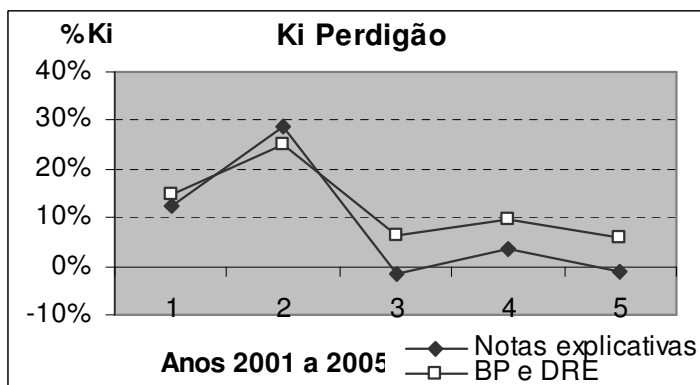


Gráfico 14 - Ki's da Perdigão S.A.

No gráfico 14, verifica-se que há pouca divergência entre as duas formas de apuração. Destaca-se que a empresa possui dívidas em moedas estrangeiras durante todos os anos do estudo, e isto é visualizado no Ki apresentado, demonstrando as oscilações da variação cambial ocorrida no período. Há a evidenciação em NE das despesas e receitas financeiras sem a ocorrência de lançamentos herméticos, assim, é possível visualizar o desdobramento das mesmas em sub-contas, no intuito de oferecer maior transparência nas informações ali contidas. Nota-se que, apurando o Ki pelas NE, o resultado foi negativo nos anos de 2003 e 2005, demonstrando que a empresa obteve um “benefício” com a valorização do Real, que superou os demais custos dos empréstimos nacionais do período.

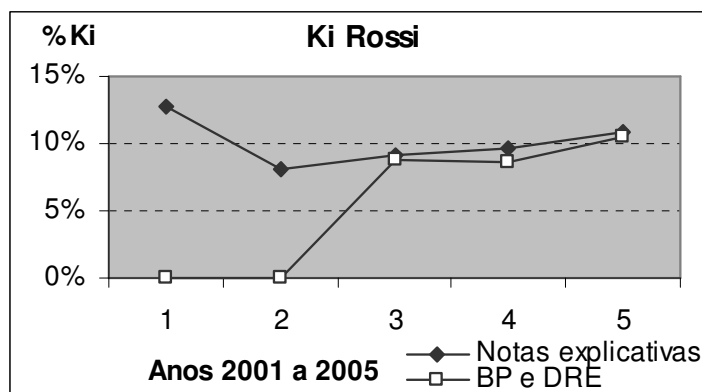


Gráfico 15 - Ki's da Rossi Residencial S.A.

A empresa Rossi, constante do gráfico 15, apresenta bastante oscilação no Ki, nos anos iniciais. Nota-se que, no ano de 2001 e 2002, a empresa possui o Ki de 0% no cálculo pelo BP e DRE. Destaca-se, ainda, que a empresa possui empréstimos e aplicações neste período, e não há evidenciação de despesa financeira na DRE. Fato que contribui para a suposição de que há lançamentos herméticos de receitas e despesas financeiras nos dois anos. No ano de 2001, a empresa apresenta uma dívida em Dólar, porém, no início de 2002, fez repactuação do referido empréstimo, fixando-o em moeda nacional. As Notas Explicativas da referida empresa não evidenciam claramente os indexadores dos empréstimos nacionais.

Assim, foi utilizada uma média dos outros indexadores, que já eram utilizados em outros empréstimos da empresa.

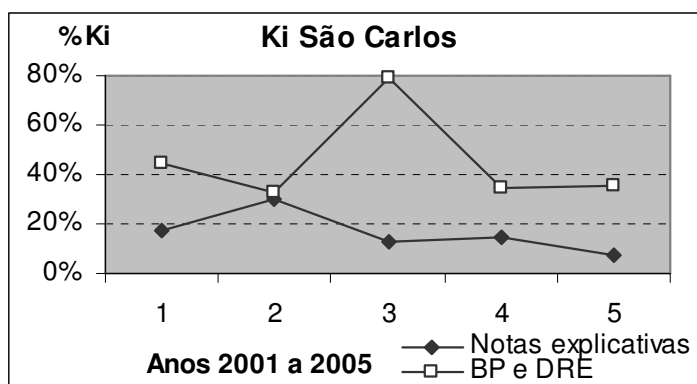


Gráfico 16 - Ki's da São Carlos Empreend. E Particip. S.A.

No gráfico 16, da São Carlos, notam-se variações entre a maioria dos anos do estudo, principalmente, no ano de 2003. Há de se destacar que a empresa só não possui empréstimos internacionais no ano de 2001, assim sendo, incorre em variação cambial nos outros anos. Outro destaque é que a empresa não realiza lançamentos herméticos de receitas e despesas financeiras, fato observado nos 5 anos de estudo. Pode-se notar que a maior diferença entre as duas formas de apuração se encontra no ano de 2003. Um fato que pode explicar parcialmente essa diferença é que a empresa contabilizou R\$ 19.056 (em milhares de reais) em despesas financeiras, em razão da perda em instrumentos financeiros, que ocorreu no período em uma das subsidiárias.

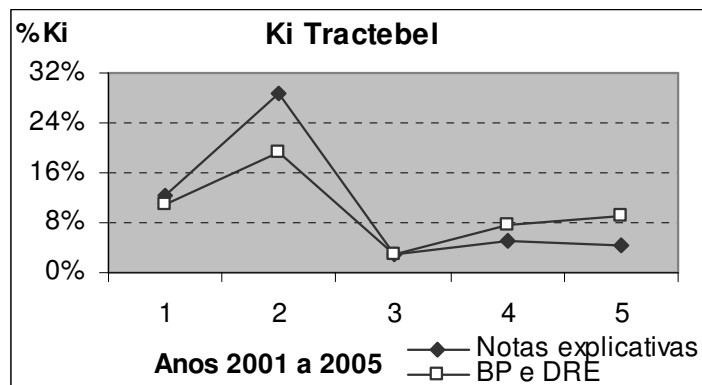


Gráfico 17 - Ki's da Tractebel Energia S.A.

A última empresa, Tractebel, do gráfico 17, apresenta poucas divergências entre as duas formas de apuração, destacando-se que a referida empresa obteve, durante os cinco anos, vários empréstimos nacionais e internacionais, indexadas em Dólar, Euro e Libra Esterlina. Consta-se que não há lançamentos herméticos na referida empresa. Um ponto a se destacar é que a empresa não evidencia claramente os juros e correção monetária de seus empréstimos. Além disso, divulga os encargos dos passivos onerosos de forma genérica, ou seja, não especifica as taxas fixas e flutuantes para cada tipo de empréstimo. Nesse caso, recorreu-se à média das taxas para a realização do Ki com base nas NE.

Diante dos valores encontrados nas duas formas de apuração, como demonstrado nos gráficos 8 a 17, referentes às informações contidas nas tabelas 4 e 6, realizam-se as estatísticas, visando responder à pergunta de pesquisa.

Inicialmente, foi utilizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov* aliado ao *Shapiro-Wilk* (utilizado como um ajuste para amostras menores que 50), visando testar a normalidade das séries de dados. Como o alfa (nível de significância) do estudo é de 5%, o resultado (Sig.) do *KS* e *SW* deveria ser maior do que 0,05 para as séries de dados terem normalidade.

Na ilustração 4, abaixo, mostram-se os valores encontrados nos Testes *KS* e *SW*, visando testar a normalidade das séries.



NPar Tests						
Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NE2001	,212	10	,200(*)	,836	10	,039
BP2001	,262	10	,050	,871	10	,104
NE2002	,193	10	,200(*)	,965	10	,842
BP2002	,216	10	,200(*)	,800	10	,014
NE2003	,160	10	,200(*)	,930	10	,450
BP2003	,424	10	,000	,628	10	,000
NE2004	,164	10	,200(*)	,948	10	,644
BP2004	,280	10	,026	,877	10	,122
NE2005	,170	10	,200(*)	,913	10	,301
BP2005	,258	10	,057	,863	10	,082

\* This is a lower bound of the true significance.  
a Lilliefors Significance Correction

Figura 4 – Teste de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk* de todas as séries

Como pode ser visto na ilustração 4, nem todas as séries apresentaram distribuição normal, ou seja, Sig. acima de 0,05. Assim, realizou-se o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (não-paramétrico), que não exige normalidade das séries, visando obter a resposta ao teste de hipótese.

Lembrando-se que as hipóteses de pesquisa são: hipótese nula ( $H_0$ ), que não há divergência entre as duas formas de apuração; e hipótese alternativa ( $H_1$ ), que há divergência entre as duas formas de apuração. Para se comprovar  $H_1$ , e assim rejeitar  $H_0$ , é necessário que o valor  $-P$ , em cada ano, seja inferior a 0,05 ao nível de significância de 5%.

Como pode ser observado na Ilustração 5, em todos os anos, o valor- $P$  (*Asymp. Sig.*) apresentou valores acima de 0,05, indicando que não há evidência amostral suficiente para apoiar a hipótese alternativa, ou seja, não se deve rejeitar a hipótese nula ao nível de significância de 5%.

<b>Wilcoxon Signed Ranks Test</b>				
<b>Ranks</b>				
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
BP2001 - NE2001	Negative Ranks	4(a)	4,00	16,00
	Positive Ranks	6(b)	6,50	39,00
	Ties	0(c)		
	Total	10		
BP2002 - NE2002	Negative Ranks	7(d)	5,71	40,00
	Positive Ranks	3(e)	5,00	15,00
	Ties	0(f)		
	Total	10		
BP2003 - NE2003	Negative Ranks	4(g)	4,25	17,00
	Positive Ranks	6(h)	6,33	38,00
	Ties	0(i)		
	Total	10		
BP2004 - NE2004	Negative Ranks	4(j)	3,00	12,00
	Positive Ranks	6(k)	7,17	43,00
	Ties	0(l)		
	Total	10		
BP2005 - NE2005	Negative Ranks	4(m)	3,25	13,00
	Positive Ranks	6(n)	7,00	42,00
	Ties	0(o)		
	Total	10		

a BP2001 < NE2001      b BP2001 > NE2001      c BP2001 = NE2001  
 d BP2002 < NE2002      e BP2002 > NE2002      f BP2002 = NE2002  
 g BP2003 < NE2003      h BP2003 > NE2003      i BP2003 = NE2003  
 j BP2004 < NE2004      k BP2004 > NE2004      l BP2004 = NE2004  
 m BP2005 < NE2005      n BP2005 > NE2005      o BP2005 = NE2005

<b>Test Statistics(c)</b>					
	BP2001 - NE2001	BP2002 - NE2002	BP2003 - NE2003	BP2004 - NE2004	BP2005 - NE2005
Z	-1,172(a)	-1,274(b)	-1,070(a)	-1,580(a)	-1,478(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	,241	,203	,285	,114	,139

a Based on negative ranks.      b Based on positive ranks.      c Wilcoxon Signed Ranks Test

Figura 5 – Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon dos pares de séries

Com esse resultado, o que se consegue afirmar sobre ele é que a evidência amostral não é suficientemente forte para recomendar a rejeição da hipótese nula.

Diante do exposto, e com base nos resultados da estatística realizada, e de acordo com Triola (1999), não há evidência suficiente para garantir a rejeição da afirmação de que as empresas que estão listadas no segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos

critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, não possuem diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE, e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas.

Apesar de os testes estatísticos não terem evidência amostral suficientemente forte para recomendar a rejeição da hipótese nula e, com isso, também impedir de aceitar a hipótese alternativa de que possuem diferenças significativas entre as duas formas de apuração, podem-se visualizar, nos gráficos 7 a 16, algumas divergências consideráveis entre ambas.

O cálculo com base nas NE traz benefícios para o usuário, uma vez que apura um valor para o Ki que está livre de valores lançados indevidamente nas despesas financeiras, como por exemplo, os descontos comerciais que fazem parte da área operacional da empresa; não se esquecendo, também, que o cálculo desta forma elimina a influência da prática de lançamentos herméticos. Estes valores distorcem o real Ki e devem ser expurgados para se ter uma informação que seja somente referente à área financeira da empresa. Sendo assim, ao usuário interessa ter um Ki que seja confiável, comparável tanto ao longo dos períodos quanto com outras empresas, e, sobretudo, útil para a tomada de decisões. Mas, para isso, a empresa necessita melhorar o nível de *disclosure* de suas informações, ou seja, disponibilizar informações de qualidade aos *stakeholders*.

Hendriksen e Van Breda (1999), tendo como base o SFAC (*Statement of Financial Accounting Concepts*) nº 2 do FASB (*Financial Accounting Standards Committee*), destacam as características qualitativas da informação contábil. Consideram que a informação a ser disponibilizada deve ter um **benefício maior do que o custo** para fornecê-la. Ela deve ser também **relevante**, ou seja, pertinente à questão pesquisada com capacidade de “fazer a diferença” numa decisão, tendo o intuito de ajudar os usuários a predizer o resultado de eventos passados, presentes ou futuros, ou seja, tendo valor preditivo. Ela precisa ser **confiável**, no sentido de ser razoavelmente livre de erros e viés, representando fielmente o

que visa representar. Também deve ter **comparabilidade**, ou seja, ela deve permitir comparações entre entidades ou mesmo entre a mesma entidade em outras datas, tendo assim uniformidade e consistência. Outro ponto é que ela deve ter **materialidade**, no sentido de que toda a informação importante ao usuário deve ser necessariamente divulgada. Sobretudo, a informação deve ser **compreensível e útil** para a tomada de decisões.

Considerando todos estes pontos principais listados pelos autores, nota-se que a forma de apuração pelas informações das NE é superior à do BP e DRE, por vários motivos listados, a seguir:

- Primeiro, por não oferecer maior **custo** na divulgação, pois, as NE são obrigatórias e um nível maior de *disclosure* das informações contidas é exigido nas empresas do estudo principalmente, porque elas estão no segmento diferenciado de governança corporativa da Bovespa (NMGC), visando uma maior transparência para todos os usuários. E um nível de evidenciação alto traz tanto **benefício** para as empresas, como visto em Camargos e Barbosa (2006a), em Sengupta (1998), em Mazundar e Sengupta (2005), e em Lima (2007), quanto também para os usuários que possuem informações mais completas.

- Segundo, com relação à **relevância** e sua capacidade de “fazer a diferença” numa decisão. Nota-se, principalmente, nos gráficos 7 a 16 apresentados, que existem valores muito discrepantes entre as duas formas de apuração em alguns casos, e isto realmente deve ser considerado na escolha do método apropriado para se calcular o Ki. Nesse sentido, o Ki calculado com base nas NE ajuda os usuários a predizer o resultado de eventos passados e presentes, muito mais do que o Ki pelo BP e DRE, pois expurga as ineficiências já relatadas.

- Terceiro, quanto à **confiabilidade**, uma vez que todos os demonstrativos contábeis das empresas que compõem a amostra, incluindo as NE, são obrigatoriamente auditadas, e espera-se que a informação seja fidedigna. E já que a lei é permissiva com algumas ineficiências encontradas, como inserção de descontos comerciais e lançamentos herméticos,

o Ki apurado com base no BP e DRE passa a não ser confiável, ou seja, não representa fielmente o que deveria representar.

○ Quarto, quanto à **comparabilidade**, haja vista que o cálculo pelas NE, por expurgar os efeitos de valores operacionais (descontos comerciais), bem como os lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras, permite uma comparação mais efetiva entre empresas, ou mesmo entre a mesma empresa e vários exercícios sociais do que o cálculo pelo BP e DRE. Uma vez que nem todas as empresas realizam lançamentos herméticos, em todos os períodos, e os descontos comerciais podem ter proporções muito diferentes nas diversas empresas, além do que são da área operacional, e não financeira, e a atual legislação indica que eles fazem parte das despesas financeiras, a apuração do Ki pelo BP e DRE incorre em erros que tornam a informação contábil não padronizada e de difícil comparação.

○ Quinto, quanto à **materialidade**, pois, apesar de a lei 6.404/76 ser permissiva demais na evidenciação das despesas financeiras, bem como das informações relativas ao passivo oneroso da entidade, a CVM possui regras claras no sentido de determinar o que deve ser divulgado para os usuários, procurando aumentar a transparência das ações empresariais. Assim sendo, as empresas, principalmente, aquelas que compõem o segmento NMGC, universo desta pesquisa, que se comprometeram em manter um nível de *disclosure* adicional ao que é exigido pela legislação, como já visto, devem manter uma evidenciação maior, possibilitando ao usuário obter todas as informações necessárias para apurar o Ki pelas NE.

○ E, finalmente, por todos estes motivos citados acima, o Ki apurado com base nas NE é uma informação mais **compreensível e útil** para a tomada de decisões, pois, conforme comparação nos gráficos 6 e 7 e, também nas tabelas 5 e 7, existem algumas divergências significativas. E, pelo cálculo do Ki pelas NE, estas divergências diminuíram visivelmente, oferecendo uma informação, em alguns casos, mais padronizada.

Considerando todos estes fatores, os usuários da informação contábil, os *stakeholders*, necessitam de informações cujo custo não exceda o seu benefício, que sejam relevantes, confiáveis, comparáveis, que tenham materialidade, sejam compreensíveis e úteis para a tomada de decisão. E também que não contenham erros, com a permissividade da lei, que resultem na distorção do cálculo, e, no caso do Ki, todas estas qualidades são mais visíveis na forma de apuração que extraem as informações contidas nas Notas Explicativas das empresas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por finalidade analisar se há diferenças significativas entre duas formas de apuração do custo de capital de terceiros. A primeira, que se utiliza de informações contidas no Balanço Patrimonial (passivo oneroso) e na Demonstração do Resultado do Exercício (despesas financeiras) e, a segunda, que se utiliza de informações de empréstimos e financiamentos contidas nas Notas Explicativas.

A pesquisa se deu nas empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, selecionadas como universo, principalmente, por possuírem regras rígidas de transparência mesmo que adicionais à legislação atualmente em vigor, no período de 2001 a 2005.

O principal objetivo foi o de verificar se há ou não diferenças significativas entre as duas formas de apuração do Ki. Como complemento, o primeiro objetivo específico foi de identificar quais os fatores que as determinaram. E, também, um segundo objetivo específico, o de verificar se as exigências de transparência, na divulgação das informações aos usuários, exigidas pela legislação atual, são suficientes para o cálculo correto do Ki.

Visando atender ao objetivo principal, foi realizado um teste estatístico, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, para verificar se há ou não diferenças significativas entre o cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE e com base nas informações disponibilizadas nas NE. O mesmo indicou que, ao nível de significância ( $\alpha$ ) de 5%, não há evidência suficiente para garantir a rejeição da afirmação de que as empresas que estão listadas no segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, não possuem diferenças significativas entre o valor obtido nas duas formas de apuração. Assim sendo, há evidência insuficiente contra a hipótese

nula ( $H_0$ ), ou seja, não se deve rejeitar  $H_0$  ao nível de confiança de 95%, não havendo, portanto, evidência amostral para afirmar que há diferença entre as duas formas de apuração.

Mesmo o teste de hipótese não obtendo dados suficientes para apoiar a Hipótese Alternativa ( $H_1$ ), segundo a qual há divergência entre as duas formas de apuração, os vários gráficos apresentados no estudo permite levantar algumas suposições acerca das divergências visualizadas e assim, destacam-se alguns fatores que foram observados, os quais atendem ao primeiro objetivo específico desta pesquisa.

O primeiro fator é a permissividade da lei 6.404/76 que possibilita que empresas façam lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras impossibilitando o cálculo do custo de capital de terceiros como visto em uma empresa da amostra (Rossi Residencial S.A.). Esse entendimento será mudado com o Projeto de Lei nº 3.741/00, em trâmite no Congresso Nacional desde julho/1999, que propõe dentre outras alterações, a segregação das contas de despesas e receitas financeiras, alterando a lei 6.404/76. Deve-se frisar que a Deliberação nº. 488/2005 da CVM impede a prática de lançamentos de despesas com receitas financeiras. Um segundo fator, também referente à Lei nº. 6.404/76, consiste em permitir que se aloquem valores operacionais nas despesas financeiras, como é o caso de descontos comerciais, fato que não é contemplado nas alterações do Projeto de Lei nº. 3.741/00. Um terceiro e último fator, é a variação cambial, ocorrida nos anos analisados, que proporcionou uma grande oscilação dos valores das despesas financeiras, bem como no resultado do Ki, das referidas empresas. Além do que, o efeito da variação cambial é minimizado nas empresas através de instrumentos financeiros como *hedge* e *swap*, como visto nas Notas Explicativas de algumas empresas. Sendo assim, o reflexo destes instrumentos de proteção à variação cambial também são alocados nas despesas financeiras, fazendo com que as diferenças entre as duas formas de apuração se acentuem.



Estas divergências impedem que a informação, Ki, se torne comparável, tanto com outras empresas que não possuem estes mesmos problemas, como impede também a comparação na mesma empresa, em períodos posteriores.

Especificamente, quanto ao segundo objetivo específico, apesar de a Lei nº. 6.404/76 ser permissiva demais na evidenciação das informações para o cálculo do Ki, e o anteprojeto de sua reformulação, atual Projeto de Lei nº. 3.741/00, ainda não ter sido aprovado no Congresso Nacional, nota-se que a CVM possui normas claras para que toda a evidenciação seja feita corretamente. Porém, nesta pesquisa, verificou-se que as empresas não atendem a todas as suas normalizações, assim, foram encontradas algumas irregularidades, dentre elas:

- Lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras na DRE em desacordo com a Deliberação CVM nº. 488 (2005), artigo 78;

- Não evidenciação nas NE das contas que compõem as despesas financeiras, bem como a segregação dos juros, variação monetária e cambial, em desacordo com o Ofício-Circular/CVM/PTE nº. 309/1986.

- Não evidenciação nas NE das taxas de juros em cada tipo de passivo oneroso, e, neste ponto, a Lei nº. 6.404/76, o Parecer de Orientação nº. 04/1979 da CVM e o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006 não são muito claros, abrindo margem para que as empresas possam listar estas informações nas NE sem correlacioná-las ao seu passivo gerador, fato que ocorreu em algumas empresas.

- Falta de divulgação de dados trimestrais, o que contribui para distorções apresentados na forma de apuração baseada nas informações contidas no BP e DRE, descumprindo as regras do Novo Mercado de Governança Corporativa, bem como da CVM.

- Falta de preocupação com o aumento do nível de *disclosure*, visando diminuir a assimetria de informações, mesmo que adicionais, descumprindo as regras do NMGC, Deliberação nº. 488 (2005) artigo 82, Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006.

De maneira geral, nota-se que há normatizações que direcionam o nível de *disclosure* adequado para o cálculo do Ki, porém verificou-se que nem todas as empresas as estão cumprindo. Assim, compete aos *stakeholders* requererem das empresas um maior nível de *disclosure* da informação contábil, visando atender às necessidades de transparência das ações da empresa.

Por outro lado, é de responsabilidade dos órgãos governamentais normatizarem a evidenciação, desenvolvendo uma legislação capaz de fornecer informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, úteis para a tomada de decisões e, sobretudo, que permitam comparações em vários períodos e com várias empresas para direcionar os gestores na prestação de contas. Além de normatizar, precisam também cobrar o cumprimento da lei, e autuar e penalizar aquelas que estão descumprindo o que é determinado.

Há que se destacar, também, que é responsabilidade da academia colaborar com estudos que forneçam contribuições à atual legislação brasileira, no intuito de dar maior transparência às informações contábeis, em atendimento às necessidades de todos os *stakeholders*, bem como ao atendimento às tendências de *disclosure* do mercado global.

Considerando todos os fatores que corroboram para a divergência visualizada nos gráficos do estudo, nota-se que eles influenciam basicamente o cálculo do Ki com base nas informações do Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício. Esta divergência é minimizada no cálculo proposto neste estudo, que tem como base informações contidas nas Notas Explicativas. Porém, uma constatação deste estudo foi a de que as empresas brasileiras não obedecem a um padrão na evidenciação dos valores de empréstimos e financiamentos, bem como da segregação das despesas financeiras nas Notas Explicativas. Muitas empresas condensam ao máximo as informações ali contidas e deixam de fornecer aquelas essenciais ao usuário, como data de retirada e vencimento do empréstimo, carência, e até os indexadores e taxas de juros em alguns empréstimos.

Estes fatores, de certa forma, dificultaram o estudo sob a nova forma de apuração. Entretanto, com as pressões do mercado e dos órgãos normativos por uma maior transparência nas ações empresariais, bem como alterações na lei, no intuito de eliminar os entendimentos diferentes, essas dificuldades tendem a ser minimizadas.

Em suma, como o objetivo das características qualitativas da informação contábil é fornecer informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, que permitam comparações e, sobretudo, que sejam úteis para a tomada de decisões, nota-se que o cálculo do Ki pelas NE apresenta-se mais satisfatório. Apesar das limitações encontradas, e da estatística utilizada não ter evidência amostral suficiente para identificar diferença significativa entre as duas forma de apuração do Ki, os dados apresentados graficamente demonstram que estas características são mais facilmente identificadas.

Pretende-se que este trabalho encoraje os *stakeholders* a realizar a apuração do Ki pelas informações contidas nas Notas Explicativas, expurgando efeitos indesejados da atual forma de apuração (BP e DRE) e a cobrar maior transparência das grandes corporações.

Como sugestão de trabalho que poderia ser desenvolvido nessa linha de pesquisa, tem-se o estudo em outros grupos de empresas, em outros níveis diferenciados de governança corporativa, nível 1 e nível 2, no intuito de apurar divergências que sejam capazes de serem estatisticamente comprovadas, de preferência, com amostras maiores, além de comprovar, em futuros períodos, se os níveis de *disclosure* têm aumentado. Uma outra sugestão é que se realize a apuração do custo de capital de terceiros dos empréstimos internacionais, excluindo as variações cambiais ocorridas no período. Para isso, pode-se utilizar o *swap*, trocando-se a variação pós-fixada por um valor determinado, ou pré-fixado, para a moeda de negociação do empréstimo.

## REFERÊNCIAS

ABREU, Ari Ferreira. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira**. 2004. 216 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

ARAÚJO, Adriana M. Procópio; LIMA, Fabiano Guasti; ASSAF NETO, Alexandre. Metodologia de cálculo do custo de capital próprio no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006. CD-ROM.

ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. **Cadernos de Estudos/ FIPECAFI**, São Paulo, v. 16, p. 9-25, jul./dez. 1997. Disponível em: <[http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad16/a\\_dinamica\\_certo.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad16/a_dinamica_certo.pdf)>. Acesso em: 22 maio 2007.

\_\_\_\_\_. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 2003. 202 f. Tese (Livre Docência) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 656 p.

\_\_\_\_\_. **Mercado financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 304 p.

BACKES, Jorge A. EVA® – Valor Econômico Agregado. **Revista Contexto**, Porto Alegre, v. 3, 2002. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/necon/contexto.htm>>. Acesso em: 01 jun. 2007.

BOLETIM IOB: Temática Contábil e Balanços. São Paulo: IOB-Thomson, n. 35, p. 4-6, 2005.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Empresas – Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em: 03 jan. 2007.

BONIZIO, Roni Cleber. **Análise da sensibilidade do valor econômico agregado: um estudo aplicado nas empresas de capital aberto no Brasil**. 2005. 115 f. Tese (Doutorado em Ciências

Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, 17 dez. 1976.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxas de câmbio**. 2007. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/pec/taxas/port/PtaxRPesq.asp?idpai=TXCOTACAO>>. Acesso em: 03 abr. 2007.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed. Tradução H. Caldeira Menezes; J. C. Rodrigues da Costa. Portugal: McGraw-Hill, 1992. 924 p.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital**: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001. 2002. 187 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Emissão de ADRs, retorno acionário anormal e o comportamento das ações no mercado doméstico: evidências empíricas. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006a. CD-ROM.

\_\_\_\_\_. Evidência empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006b. CD-ROM.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 162 p.

CICOGNA, Maria Paula V. **Governança corporativa como sinalização**: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais. 2007. 160 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Legislação e Regulamentação**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 05 jan. 2007.

CORRAR, Luiz J.; THEÓPHILO, Carlos Renato (Org.). **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração**. São Paulo: Atlas, 2004. 490 p.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. 726 p.

FIGUEIREDO, Gabriela de. **Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: uma abordagem empírica**. 2007. 145 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

FLINK, Salomon J.; GRUNEWALD, Donald. **Administração financeira**. Tradução: Antônio Zorato Sanvicente. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1976.

FRANCIS, Jere R. KHURANA, Inder K. PEREIRA, Raynolde. Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. **Social Science Research Network**. Sep. 2003. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=456900](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456900)> Acesso em: 08 ago. 2007.

GARRAN, Felipe Turbuk. **Metodologias em uso no Brasil para a determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado**. 2006. 176 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 3. ed. Tradução Jacob Ancevicz; Francisco José dos Santos Braga. São Paulo: Harbra, 1984. 781 p.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999. 550 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 3ª versão, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>>. Acesso em: 10 maio 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE CONTADORES (IBRACON). **Temas contábeis relevantes**. São Paulo: Atlas, 2000. 176 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 569 p.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

LARSON, Ron; FARBER, Betsy. **Estatística aplicada**. Tradução Cyro Patarra. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004. 476 p.

LIMA, Gerlando A. S. Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 108 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MARTINS, Eliseu. **Aspectos do lucro e da alavancagem financeira no Brasil**: uma aplicação prática. 1979. 182 f. Tese (Livre Docência) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1979.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira**: as finanças das empresas em condições inflacionárias. São Paulo: Atlas, 1993. 559 p.

MARTINS, Vinícius Aversari. **Interações entre estrutura de capital, valor da empresa e valor dos ativos**. 2005. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

MARTINS, Vinícius Aversari; SILVA, Ricardo L. M.; NARDI, Paula C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006. CD-ROM.

MAZER, Lílian P. **O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio das empresas do Ibovespa**. 2007. 101 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

MAZUMDAR, Sumon C.; SENGUPTA, Partha. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, v. 61, n. 3, p. 83-95, 2005.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, p. 261-297, Jun. 1958.

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

NAKAMURA, Wilson T.; GOMES, Elisabeth A.; ANTUNES, Maria Thereza P.; MARÇAL, Emerson F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006. CD-ROM.

PEIXE, Franciane. C. D. **Novo mercado:** obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. 2003. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de dados para ciências sociais:** a complementaridade do SPSS. 3. ed. Silabo: Lisboa, 2003. 727 p.

PIMENTEL, Gunnar Gonzalez. **Custo do capital e retorno do investimento corporativo no Brasil.** 2005. 54 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, IBMEC São Paulo, São Paulo, 2005.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social:** métodos e técnicas. São Paulo: Atlas, 1999. 334 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira:** corporate finance. Tradução Antônio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2002. 778 p.

SADDI, Jairo. Notas sobre juros e o custo financeiro Brasil. **RAE Light**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 2-3, out./dez. 2000. Disponível em: < <http://www.rae.com.br/artigos/400.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2007.

SANT'ANNA, André A. Debêntures batem recorde, mas emissões são concentradas. **BNDES Visão do Desenvolvimento**, n. 27, abr. 2007. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao\\_27.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao_27.pdf)> Acesso em: 02 jun. 2007.



SANTOS, Carolina M. dos. **Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras**. 2006. 122 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, out. 1998.

SILVA, Rodrigo Kuchauskas M. **Determinação do custo do capital próprio em mercados emergentes**. 2006. 38 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, IBMEC São Paulo, São Paulo, 2006.

SOARES, Leonildo Jr. **Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas**. 2001. 256 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2001.

SOLOMON, Ezra. **Teoria da administração financeira**. Tradução José Ricardo Brandão Azevedo. 3. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1977. 221 p.

SOLOMON, Ezra; PRINGLE, John J. **An introduction to financial management**. 2<sup>nd</sup> ed. Sta Monica: Goodyear, 1980. 756 p.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. Tradução Alfredo Alves de Faria. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001. 495 p.

TRIOLA, Mário F. **Introdução à Estatística**. Tradução Alfredo Alves de Farias. 7. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999. 410 p.

VAN HORNE, James C. **Administración Financiera**. Buenos Aires: Ediciones Contabilidad Moderna, 1973. 939 p.

WAGNER, Patrícia V.; BEUREN, Ilse M. Impactos no processo decisório com a implantação do sistema de gestão alicerçado no Economic Value Added - EVA®: um estudo de caso de uma indústria de confecções. In: ENANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador, 2002. CD-ROM.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos de administração financeira.** 10. ed. Tradução Sidney Stancatti. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004. 1050 p.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A – Cálculo do Ki pelas duas formas de apuração

Cia San.-Sabesp					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	12,03%	23,70%	3,24%	6,96%	7,34%
BP e DRE	12,38%	22,03%	5,69%	5,86%	5,27%

Company					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	13,87%	19,49%	14,54%	10,32%	10,90%
BP e DRE	13,59%	7,29%	11,24%	9,32%	7,48%

Cyrela					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	17,58%	33,30%	-0,56%	4,69%	5,96%
BP e DRE	19,51%	8,25%	11,38%	1,03%	14,32%

Gafisa					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	12,11%	17,89%	15,72%	12,75%	12,54%
BP e DRE	11,24%	8,86%	11,52%	15,13%	13,14%

Lojas Renner					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	15,94%	34,43%	-4,54%	0,90%	13,24%
BP e DRE	19,65%	37,32%	6,03%	23,57%	34,10%

Perdigão					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	12,37%	28,92%	-1,62%	3,35%	-1,13%
BP e DRE	14,57%	25,28%	6,46%	9,82%	5,86%

Rossi					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	12,78%	8,11%	9,06%	9,62%	10,89%
BP e DRE	0,00%	0,00%	8,85%	8,64%	10,44%

São Carlos					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	16,84%	30,06%	12,86%	14,87%	7,42%
BP e DRE	44,32%	33,18%	79,11%	34,48%	35,11%

Embraer					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	13,51%	40,20%	-6,89%	1,22%	-2,32%
BP e DRE	37,66%	89,46%	-13,50%	-1,48%	-4,78%

Tractebel					
Tipo \ Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Notas explicativas	12,29%	28,69%	2,84%	4,93%	4,25%
BP e DRE	10,98%	19,13%	2,91%	7,46%	9,15%

## APÊNDICE B – Forma de Apuração do Ki pelas NE da SABESP

### CIA SANEAM. BASICO EST SAO PAULO - SABESP

2001

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox% T
União Federal/Banco do Brasil	2.533.801	39,2%	10,8%	4,2%
Debêntures 3ª Emissão	413.094	6,4%	18,8%	1,2%
Debêntures 4ª Emissão	300.000	4,6%	17,8%	0,8%
Caixa Econômica Federal	510.669	7,9%	10,7%	0,8%
Caixa Econômica Federal	9.535	0,1%	8,0%	0,0%
Outros	26.155	0,4%	13,2%	0,1%
Juros e encargos	23.267	0,4%	13,2%	0,0%
Société Générale	8.479	0,1%	19,6%	0,0%
BIRD	182.578	2,8%	22,5%	0,6%
BID:Cont.229	162.426	2,5%	26,4%	0,7%
BID:Cont.713	712.155	11,0%	24,0%	2,6%
BID:Cont.896	96.683	1,5%	21,7%	0,3%
BID:Cont.1212	12.680	0,2%	24,0%	0,0%
Eurobônus:	638.110	9,9%	28,7%	2,8%
Eurobônus:	464.080	7,2%	30,7%	2,2%
Westdeutsche LG:	116.020	1,8%	28,4%	0,5%
Deutsche Bank L:	185.632	2,9%	29,8%	0,9%
Juros e encargos	74.587	1,2%	25,6%	0,3%
	6.469.951	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>18,231%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,033%</b>

### SABESP

2002

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox% T
União Federal/Banco do Brasil	2.478.505	31,3%	11,3%	3,5%
Debêntures 3ª Emissão	413.094	5,2%	20,6%	1,1%
Debêntures 4ª Emissão	300.000	3,8%	19,7%	0,7%
Debêntures 5ª Emissão	421.153	5,3%	25,3%	1,3%
Caixa Econômica Federal	507.181	6,4%	10,7%	0,7%
Caixa Econômica Federal	14.329	0,2%	8,0%	0,0%
BNDES	4.060	0,1%	9,0%	0,0%
Outros	26.385	0,3%	14,9%	0,0%
Juros e encargos	52.401	0,7%	14,9%	0,1%
Société Générale:	12.840	0,2%	86,6%	0,1%
BIRD:	199.066	2,5%	55,5%	1,4%
BID:Cont.229	218.585	2,8%	60,0%	1,7%
BID:Cont.713	1.086.565	13,7%	57,6%	7,9%
BID:Cont.896	137.406	1,7%	55,3%	1,0%
BID:Cont.1212	61.365	0,8%	57,6%	0,4%
Eurobônus:	971.658	12,3%	62,3%	7,6%
Eurobônus:	706.660	8,9%	64,3%	5,7%
Deutsche Bank L:	211.998	2,7%	63,4%	1,7%
Juros e encargos	101.872	1,3%	62,5%	0,8%
	7.925.123	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>35,906%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>23,698%</b>

**APÊNDICE B – Forma de Apuração do Ki pelas NE da SABESP (continuação)**

<b>SABESP</b>		2003		
<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
União Federal/Banco do Brasil	2.449.852	33,7%	13,2%	4,4%
Debêntures 3ª Emissão	366.465	5,0%	26,1%	1,3%
Debêntures 4ª Emissão	300.000	4,1%	23,6%	1,0%
Debêntures 5ª Emissão	430.625	5,9%	24,6%	1,5%
Caixa Econômica Federal	505.278	7,0%	10,7%	0,7%
Caixa Econômica Federal	17.419	0,2%	8,0%	0,0%
BNDES	102.181	1,4%	9,0%	0,1%
Outros	27.813	0,4%	16,5%	0,1%
Juros e encargos	51.942	0,7%	-16,9%	-0,1%
Société Générale	10.026	0,1%	5,8%	0,0%
BIRD:	86.241	1,2%	-15,4%	-0,2%
BID:Cont.229	154.675	2,1%	-10,5%	-0,2%
BID:Cont.713	889.075	12,2%	-12,9%	-1,6%
BID:Cont.896	104.332	1,4%	-15,2%	-0,2%
BID:Cont.1212	149.616	2,1%	-12,9%	-0,3%
Eurobônus:	794.530	10,9%	-8,2%	-0,9%
Eurobônus:	650.070	8,9%	-6,2%	-0,6%
Deutsche Bank L:	115.568	1,6%	-7,1%	-0,1%
Juros e encargos	58.555	0,8%	-9,2%	-0,1%
	<b>7.264.263</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>4,913%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>3,242%</b>

<b>SABESP</b>		2004		
<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Banco do Brasil	2.334.962	33,1%	10,3%	3,4%
Debêntures 4ª Emissão	199.999	2,8%	16,8%	0,5%
Debêntures 5ª Emissão	445.131	6,3%	19,7%	1,2%
Debêntures 6ª Emissão	609.693	8,6%	21,3%	1,8%
Caixa Econômica Federal	480.389	6,8%	10,7%	0,7%
Caixa Econômica Federal	17.591	0,2%	8,0%	0,0%
BNDES	177.786	2,5%	9,0%	0,2%
Outros	27.258	0,4%	15,9%	0,1%
Juros e encargos	76.950	1,1%	14,0%	0,2%
Eurobônus:	729.960	10,4%	1,9%	0,2%
Eurobônus:	597.240	8,5%	3,9%	0,3%
BID:Cont.229	109.421	1,6%	6,7%	0,1%
BID:Cont.713	782.609	11,1%	11,4%	1,3%
BID:Cont.896	88.480	1,3%	2,0%	0,0%
BID:Cont.1212	234.671	3,3%	11,4%	0,4%
BIRD:	31.200	0,4%	3,6%	0,0%
Deutsche Bank L:	53.088	0,8%	3,0%	0,0%
Société Générale:	6.994	0,1%	4,1%	0,0%
Juros e encargos financeiros	47.231	0,7%	5,3%	0,0%
	<b>7.050.653</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>10,550%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>6,963%</b>

**APÊNDICE B – Forma de Apuração do Ki pelas NE da SABESP (continuação)**

<b>SABESP</b>		2005		
<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Banco do Brasil	2.222.667	33,4%	11,3%	3,8%
Debêntures 4ª Emissão	99.998	1,5%	19,5%	0,3%
Debêntures 5ª Emissão	297.834	4,5%	18,4%	0,8%
Debêntures 6ª Emissão	614.383	9,2%	15,6%	1,4%
Debêntures 7ª Emissão	300.516	4,5%	17,7%	0,8%
Debêntures 8ª Emissão	696.594	10,5%	16,3%	1,7%
Caixa Econômica Federal	482.984	7,2%	10,7%	0,8%
Caixa Econômica Federal	19.873	0,3%	8,0%	0,0%
BNDES	211.057	3,2%	9,0%	0,3%
Outros	26.813	0,4%	18,4%	0,1%
Juros e encargos	115.554	1,7%	14,5%	0,3%
Eurobônus:	526.658	7,9%	0,2%	0,0%
BID:Cont.229	61.051	0,9%	2,4%	0,0%
BID:Cont.713	593.868	8,9%	6,5%	0,6%
BID:Cont.896	71.521	1,1%	-2,3%	0,0%
BID:Cont.1212	292.820	4,4%	6,5%	0,3%
BIRD:	15.072	0,2%	-0,7%	0,0%
Société Générale:	2.824	0,0%	-19,6%	0,0%
Juros e encargos financeiros	12.134	0,2%	-1,0%	0,0%
	6.664.221	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>11,116%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>7,336%</b>

### APÊNDICE C – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Company

#### COMPANY S.A.

2001

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Financ. Cta Garantida	6.683	14,9%	19,56%	2,9%
Sist. Financ. Habit.	11.870	26,4%	15,15%	4,0%
Debêntures	26.404	58,7%	24,01%	14,1%
	<b>44.957</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>21,009%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>13,866%</b>

#### COMPANY

2002

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Financ. CG e KG	4.583	14,0%	19,56%	2,7%
Sist. Financ. Habit.	10.703	32,6%	14,84%	4,8%
Debêntures	17.556	53,5%	41,10%	22,0%
	<b>32.842</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>29,534%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>19,492%</b>

#### COMPANY

2003

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Financ. CG e KG	5.447	18,1%	19,56%	3,5%
Sist. Financ. Habit.	6.365	21,2%	13,50%	2,9%
Debêntures	3.100	10,3%	22,93%	2,4%
Títulos a Pg - NP	15.167	50,4%	26,32%	13,3%
	<b>30.079</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>22,032%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>14,541%</b>

#### COMPANY

2004

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Financ. CG e KG	2.662	5,4%	23,14%	1,2%
Sist. Financ. Habit.	20.109	40,7%	12,00%	4,9%
Debêntures	26.687	54,0%	17,63%	9,5%
	<b>49.458</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>15,635%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>10,319%</b>

#### COMPANY

2005

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Financ. CG e KG	9.209	16,0%	23,14%	3,7%
Sist. Financ. Habit.	29.377	51,0%	12,00%	6,1%
Debêntures	19.058	33,1%	20,27%	6,7%
	<b>57.644</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>16,514%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>10,899%</b>

## APÊNDICE D – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Cyrela

### CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPR PART

2001

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Fixed rates notes	46.728	83,1%	28,72%	23,9%
Financ. Moeda Nac	7.351	13,1%	14,79%	1,9%
Juros a pg	2.130	3,8%	21,75%	0,8%
	<b>56.209</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>26,631%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>17,576%</b>

CYRELA

2002

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Fixed rates notes	71.162	69,3%	62,32%	43,2%
Financ. Moeda Nac	23.229	22,6%	13,81%	3,1%
Emprestimo	5.141	5,0%	55,94%	2,8%
Juros a pg	3.218	3,1%	44,02%	1,4%
	<b>102.750</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>50,461%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>33,304%</b>

CYRELA

2003

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Fixed rates notes	58.203	67,7%	-8,19%	-5,5%
Financ. Moeda Nac	25.109	29,2%	15,66%	4,6%
Juros a pg	2.632	3,1%	3,74%	0,1%
	<b>85.944</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>-0,854%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-0,564%</b>

CYRELA

2004

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Fixed rates notes	53.473	41,8%	1,92%	0,8%
Financ. Moeda Nac	44.948	35,1%	13,82%	4,9%
Emprestimo Us\$	13.272	10,4%	-5,63%	-0,6%
Emprestimo-moed nac	13.769	10,8%	17,64%	1,9%
Juros a pg	2.498	2,0%	6,93%	0,1%
	<b>127.960</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>7,104%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>4,689%</b>

CYRELA

2005

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Financ. Moeda Nac	147.972	72,6%	13,71%	10,0%
Emprestimo Us\$5000	50.213	24,6%	-5,41%	-1,3%
Emprestimo-Nac	3.887	1,9%	17,78%	0,3%
Juros a pg	1.762	0,9%	8,69%	0,1%
	<b>203.834</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>9,036%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>5,964%</b>



## APÊNDICE E – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Gafisa

### GAFISA S.A.

2001

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox%T
Sist. Fin. Habitação	10.726	13,2%	12,00%	1,6%
BNDES	811	1,0%	14,00%	0,1%
Financ. compra terreno	8.049	9,9%	25,51%	2,5%
Capital de giro	3.670	4,5%	28,67%	1,3%
Debêntures	58.197	71,4%	17,93%	12,8%
	<b>81.453</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>18,341%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,105%</b>

### GAFISA

2002

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox%T
Sist Financ Habit - SFH	2.967	2,8%	12,00%	0,3%
BNDES	2.823	2,7%	14,38%	0,4%
Financ compra terreno	9.917	9,5%	42,60%	4,0%
Capital de giro	19.345	18,5%	23,45%	4,3%
Capital de giro	21.169	20,2%	42,97%	8,7%
Debêntures	48.505	46,3%	20,15%	9,3%
	<b>104.726</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>27,114%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>17,895%</b>

### GAFISA

2003

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox%T
BNDES	2.590	1,3%	16,25%	0,2%
Capital de giro	4.810	2,5%	24,81%	0,6%
Capital de giro	83.959	43,2%	28,20%	12,2%
Capital de giro	23.631	12,2%	26,78%	3,3%
Capital de giro	3.434	1,8%	29,59%	0,5%
Capital de giro	14.105	7,3%	14,48%	1,1%
Sist Financ Habitação	45.473	23,4%	16,76%	3,9%
Compra de terreno	10.506	5,4%	24,43%	1,3%
Capital para produção	5.892	3,0%	24,43%	0,7%
	<b>194.400</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>23,819%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>15,721%</b>

### GAFISA

2004

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox%T
BNDES	1.387	0,9%	14,56%	0,1%
Capital de giro	76.175	50,3%	20,93%	10,5%
Capital de giro	26.116	17,2%	21,24%	3,7%
Sist Financ Habitação	41.144	27,2%	13,92%	3,8%
Compra de terreno	3.099	2,0%	27,49%	0,6%
Capital para produção	3.616	2,4%	27,49%	0,7%
	<b>151.537</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>19,314%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,747%</b>

### GAFISA

2005

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox%T
BNDES	288	0,1%	20,75%	0,0%
Certific Créd Banc (CCB)	27.440	8,7%	20,17%	1,7%
Sist Nac Habit (SFH)	51.969	16,4%	16,04%	2,6%
Financ dos empreend	8.268	2,6%	9,04%	0,2%
Dív de incorp controlad	46.540	14,7%	13,84%	2,0%
Debênture	182.428	57,6%	21,43%	12,3%
	<b>316.933</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>19,000%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,540%</b>

**APÊNDICE F – Forma de Apuração do Ki pelas NE das Lojas Renner**

**LOJAS RENNER S.A.**

2001

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox % T</b>
Moeda Nacional	36.126	16,3%	17,74%	2,890%
Moeda Estrangeira	185.632	83,7%	25,40%	21,266%
	<b>221.758</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>24,156%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>15,943%</b>

**LOJAS RENNER**

2002

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox % T</b>
Moeda Nacional	46.686	14%	20,24%	2,869%
Moeda Estrangeira	282.664	86%	57,44%	49,300%
	<b>329.350</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>52,170%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>34,432%</b>

**LOJAS RENNER**

2003

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox % T</b>
Moeda Nacional	51.439	18%	24,51%	4,462%
Moeda Estrangeira	231.136	82%	-13,87%	-11,343%
	<b>282.575</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>-6,882%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-4,542%</b>

**LOJAS RENNER**

2004

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox % T</b>
Moeda Nacional	58.293	22%	17,07%	3,677%
Moeda Estrangeira	212.352	78%	-2,94%	-2,308%
	<b>270.645</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>1,369%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>0,904%</b>

**LOJAS RENNER**

2005

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox % T</b>
Moeda Nacional	63.181	100%	20,05%	20,055%
	<b>63.181</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>20,055%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>13,236%</b>

### APÊNDICE G – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Perdigão

#### PERDIGAO S.A. 2001

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox% T
Custeio	141.068	10,9%	8,75%	1,0%
Giro	120.264	9,3%	10,90%	1,0%
Imobilizado	46.347	3,6%	12,07%	0,4%
Debentures	10.315	0,8%	15,50%	0,1%
Giro	144.009	11,1%	22,83%	2,5%
Cambio	227.805	17,6%	23,65%	4,2%
Imobilizado	6.831	0,5%	24,32%	0,1%
Giro	136.248	10,5%	28,13%	3,0%
Imobilizado	173.404	13,4%	12,04%	1,6%
Debentures	73.899	5,7%	15,50%	0,9%
Giro	187.082	14,4%	23,39%	3,4%
Cambio(ACC)	13.960	1,1%	22,42%	0,2%
Imobilizado	14.178	1,1%	29,35%	0,3%
	<b>1.295.410</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>18,739%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,367%</b>

#### PERDIGAO 2002

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox% T
Custeio	208.505	11,6%	14,08%	1,6%
Giro	91.545	5,1%	11,15%	0,6%
Imobilizado	54.065	3,0%	12,43%	0,4%
Debentures	12.471	0,7%	15,88%	0,1%
Giro	402.175	22,4%	57,44%	12,9%
Cambio (ACC)	486.688	27,1%	58,96%	16,0%
Imobilizado	6.743	0,4%	61,18%	0,2%
Giro	57.200	3,2%	58,12%	1,9%
Imobilizado	142.660	8,0%	12,40%	1,0%
Debentures	64.580	3,6%	15,88%	0,6%
Giro	247.925	13,8%	57,38%	7,9%
Cambio(ACC)	2.822	0,2%	60,67%	0,1%
Imobilizado	16.234	0,9%	63,97%	0,6%
	<b>1.793.613</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>43,816%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>28,919%</b>

#### PERDIGAO 2003

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox% T
Custeio/EGF	142.111	10,2%	8,75%	0,9%
Giro	32.279	2,3%	15,69%	0,4%
Imobilizado	49.788	3,6%	14,04%	0,5%
Debentures	14.977	1,1%	17,50%	0,2%
Giro	269.519	19,3%	-13,37%	-2,6%
Cambio (ACC)	298.417	21,4%	-14,58%	-3,1%
Imobilizado	4.495	0,3%	-9,42%	0,0%
Giro	175.184	12,5%	15,69%	2,0%
Imobilizado	100.910	7,2%	14,02%	1,0%
Debentures	53.343	3,8%	17,50%	0,7%
Giro	243.263	17,4%	-12,88%	-2,2%
Cambio(ACC)	2.889	0,2%	-14,58%	0,0%
Imobilizado	9.314	0,7%	-7,24%	0,0%
	<b>1.396.489</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>-2,454%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-1,620%</b>

**APÊNDICE G – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Perdigão (continuação)**

**PERDIGAO S.A.**  
2004

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox% T</b>
Custeio/EGF	86.278	9,6%	8,75%	0,8%
Sd Liq Swap	29.258	3,3%	4,02%	0,1%
Giro	26.549	3,0%	-4,66%	-0,1%
Cambio (ACC)	16.884	1,9%	-5,23%	-0,1%
Giro	195.238	21,8%	13,86%	3,0%
Imobilizado	105.313	11,8%	11,89%	1,4%
Debentures	55.575	6,2%	15,81%	1,0%
Giro	144.773	16,2%	-3,44%	-0,6%
Pre-pagam. Export.	208.979	23,3%	-1,83%	-0,4%
Cambio(ACC)	18.700	2,1%	-5,02%	-0,1%
Imobilizado	8.666	1,0%	2,87%	0,0%
	<b>896.213</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>5,074%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>3,349%</b>

**PERDIGAO** 2005

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>% T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox% T</b>
Custeio	101.574	6,1%	8,75%	0,5%
Sd Liq Swap	8.858	0,5%	3,59%	0,0%
Cambio (ACC)	158.928	9,5%	-7,04%	-0,7%
Giro	81.523	4,9%	14,85%	0,7%
Cotas Senior FIDC	90.083	5,4%	18,06%	1,0%
Imobilizado	67.870	4,1%	11,73%	0,5%
Debentures	41.776	2,5%	15,75%	0,4%
Giro	515.537	30,8%	-6,02%	-1,9%
Pre-pagam. Export.	602.882	36,0%	-6,37%	-2,3%
Imobilizado	5.007	0,3%	-2,07%	-0,01%
	<b>1.674.038</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>-1,713%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-1,131%</b>

## APÊNDICE H – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Rossi

### ROSSI RESIDENCIAL S.A

2001

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Financ. K Giro Us\$	17.686	26,5%	28,92%	7,7%
Credito Imobiliario	9.209	13,8%	15,29%	2,1%
Financ. K Giro	36.878	55,3%	16,15%	8,9%
FINEP/BNDES	2.887	4,3%	15,00%	0,6%
	<b>66.660</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>19,370%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,784%</b>

### ROSSI

2002

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Credito Imobiliario	33.008	73,4%	15,81%	11,6%
BNDES	2.003	4,5%	15,38%	0,7%
Financ. K Giro	9.933	22,1%	16,54%	3,7%
	<b>44.944</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>12,293%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>8,113%</b>

### ROSSI

2003

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Instrum Financ	338	0,7%	9,43%	0,1%
Financ. K Giro	33.292	71,2%	18,93%	13,5%
BNDES	528	1,1%	17,00%	0,2%
Credito Imobiliario	12.618	27,0%	20,16%	5,4%
	<b>46.776</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>13,732%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>9,063%</b>

### ROSSI

2004

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Credito Imobiliario	64.442	58,9%	16,82%	9,9%
Financ. K Giro	45.058	41,1%	11,35%	4,7%
	<b>109.500</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>14,570%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>9,616%</b>

### ROSSI

2005

Tipo	R\$	%T	Custo	Custox %T
Credito Imobiliario	109.380	77,8%	17,84%	13,9%
Financ. K Giro	31.201	22,2%	11,83%	2,6%
	<b>140.581</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>16,503%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>10,892%</b>

**APÊNDICE I – Forma de Apuração do Ki pelas NE da São Carlos**

**SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIP S.A.**

2001

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Emprestimo	9.737	27,7%	25,51%	7,1%
Emprestimo	25.472	72,3%	25,51%	18,5%
	<b>35.209</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>25,509%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>16,836%</b>

**SAO CARLOS**

2002

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquisicao Sede Ericsson	34.490	30,4%	42,60%	13,0%
Aquisicao CE Botafogo	60.116	53,1%	41,35%	21,9%
Aquisicao B-29	18.698	16,5%	64,48%	10,6%
	<b>113.304</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>45,546%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>30,060%</b>

**SAO CARLOS**

2003

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquisicao Sede Ericsson	27.095	23,5%	24,43%	5,7%
Aquisicao CE Botafogo	55.699	48,3%	23,18%	11,2%
Aquisicao B-29	15.309	13,3%	-4,10%	-0,5%
Aquisicao Passeio	17.206	14,9%	20,68%	3,1%
	<b>115.309</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>19,480%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,857%</b>

**SAO CARLOS**

2004

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquisicao Sede Ericsson	15.648	10,1%	27,49%	2,8%
Aquisicao CE Botafogo	44.814	29,1%	26,24%	7,6%
Aquisicao B-29	10.596	6,9%	6,00%	0,4%
Aquisicao Passeio	19.221	12,5%	23,74%	3,0%
Aquisicao Ed. Top Center	63.972	41,5%	21,09%	8,7%
	<b>154.251</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>22,532%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>14,871%</b>

**SAO CARLOS**

2005

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquisicao Sede Ericsson	19.347	10,5%	11,28%	1,2%
Aquisicao CE Botafogo	34.008	18,5%	13,54%	2,5%
Aquisicao B-29	6.238	3,4%	2,30%	0,1%
Aquisicao Passeio	15.515	8,4%	12,64%	1,1%
Aquisicao Ed. Top Center	60.617	32,9%	9,99%	3,3%
Aquisicao Ed. Citibank	43.366	23,6%	11,69%	2,8%
Financ. Banco ABN	4.921	2,7%	13,39%	0,4%
	<b>184.012</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>11,238%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>7,417%</b>

## APÊNDICE J – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Embraer

**Embraer - Emp. Bras. Aeronautica S.A.**

2001

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquis. Materiais	405.160	22,6%	24,9%	5,6%
Aquis. Materiais	424.334	23,7%	8,9%	2,1%
Financiam. Exportação	24.218	1,4%	23,9%	0,3%
Adiantam. s/ Contrato Câmbio	510.564	28,5%	24,9%	7,1%
Desenv. Projetos - Finem	35.641	2,0%	25,4%	0,5%
Capital de Giro	208.047	11,6%	25,4%	2,9%
Capital de Giro	17.885	1,0%	16,5%	0,2%
Resol. 63	47.047	2,6%	21,8%	0,6%
Aquis. Imobilizado	22.990	1,3%	29,6%	0,4%
Desenv. Projetos - Finem	92.206	5,1%	13,8%	0,7%
Aquis. Imobilizado	3.918	0,2%	13,4%	0,0%
	<b>1.792.010</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>20,464%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>13,506%</b>

**Embraer**

2002

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquis. Materiais	352.303	18,0%	58,0%	10,5%
Aquis. Materiais	537.547	27,5%	77,4%	21,3%
Financiam. Exportação	36.499	1,9%	55,9%	1,0%
Adiantam. s/ Contrato Câmbio	283.570	14,5%	56,7%	8,2%
Desenv. Projetos - Finem	42.725	2,2%	57,4%	1,3%
Capital de Giro	529.196	27,1%	56,6%	15,3%
Aquis. Imobilizado	85.368	4,4%	60,9%	2,7%
Desenv. Projetos - Finem	79.977	4,1%	14,1%	0,6%
Aquis. Imobilizado	5.252	0,3%	12,6%	0,0%
	<b>1.952.437</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>60,907%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>40,199%</b>

**Embraer**

2003

<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquis. Materiais	791.712	26,2%	-11,2%	-2,9%
Aquis. Materiais	387.483	12,8%	-2,8%	-0,4%
Financiam. Exportação	29.497	1,0%	-15,4%	-0,2%
Adiantam. s/ Contrato Câmbio	520.820	17,3%	-12,2%	-2,1%
Desenv. Projetos - Finem	23.569	0,8%	-11,0%	-0,1%
Capital de Giro	24.763	0,8%	2,2%	0,0%
Capital de Giro	1.055.656	35,0%	-13,5%	-4,7%
Aquis. Imobilizado	116.493	3,9%	-10,4%	-0,4%
Desenv. Projetos - Finem	61.248	2,0%	14,8%	0,3%
Aquis. Imobilizado	5.131	0,2%	15,3%	0,0%
	<b>3.016.372</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>-10,437%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-6,889%</b>

**APÊNDICE J – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Embraer (continuação)**

<b>Embraer</b>		<b>2004</b>		
<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquis. Materiais	988.547	27,8%	-2,3%	-0,6%
Aquis. Materiais	192.478	5,4%	4,6%	0,2%
Adiantam. s/ Contrato Câmbio	127.504	3,6%	-4,4%	-0,2%
Desenv. Projetos - Finem	11.066	0,3%	-0,5%	0,0%
Resol. 63	170.821	4,8%	-2,1%	-0,1%
Capital de Giro	16.194	0,5%	3,1%	0,0%
Capital de Giro	1.146.657	32,3%	-2,0%	-0,6%
Aquis. Imobilizado	6.595	0,2%	2,0%	0,0%
Desenv. Projetos - Finem	51.870	1,5%	13,3%	0,2%
Pré-embarque	824.727	23,2%	12,2%	2,8%
Capital de Giro	13.498	0,4%	18,6%	0,1%
Aquis. Imobilizado	3.744	0,1%	13,3%	0,0%
	<b>3.553.701</b>	<b>100%</b>	<b>Ki bruto</b>	<b>1,844%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>1,217%</b>

<b>Embraer</b>		<b>2005</b>		
<b>Tipo</b>	<b>R\$</b>	<b>%T</b>	<b>Custo</b>	<b>Custox%T</b>
Aquis. Materiais	1.231.732	33,9%	-5,6%	-1,9%
Aquis. Materiais	73.600	2,0%	-8,0%	-0,2%
Financiam. Exportação	119.015	3,3%	-4,0%	-0,1%
Adiantam. s/ Contrato Câmbio	226.494	6,2%	-7,2%	-0,4%
Desenv. Projetos - Finem	426.850	11,7%	-5,7%	-0,7%
Resol. 63	150.728	4,1%	-4,9%	-0,2%
Capital de Giro	59.277	1,6%	-20,8%	-0,3%
Capital de Giro	825.313	22,7%	-6,3%	-1,4%
Desenv. Projetos - Finem	32.515	0,9%	13,3%	0,1%
Pré-embarque	471.127	13,0%	12,0%	1,5%
Capital de Giro	13.517	0,4%	21,9%	0,1%
Aquis. Imobilizado	6.653	0,2%	13,4%	0,0%
	<b>3.636.821</b>	<b>100%</b>	<b>Ki bruto</b>	<b>-3,510%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>-2,317%</b>



## APÊNDICE K – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Tractebel

### Tractebel Energia S.A.

2001

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Dívidas index. Dólar Am.-USD	742.347	36,0%	26,3%	9,5%
Dívidas index. Libra Est.-GBP	82.302	4,0%	23,0%	0,9%
Dívidas index. EURO.-EUR	167.418	8,1%	19,7%	1,6%
Eletróbrás	485.731	23,6%	9,0%	2,1%
Instituições Financeiras	388.005	18,8%	15,0%	2,8%
Fornecedores	6.925	0,3%	19,6%	0,1%
Debêntures - CEM	93.668	4,5%	13,5%	0,6%
Debêntures - ITASA	94.783	4,6%	21,7%	1,0%
	<b>2.061.179</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>18,619%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>12,289%</b>

Tractebel

2002

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Dívidas index. Dólar Am.-USD	1.233.299	41,7%	58,2%	24,3%
Dívidas index. Libra Est.-GBP	117.284	4,0%	74,7%	3,0%
Dívidas index. EURO.-EUR	276.737	9,4%	85,3%	8,0%
Eletróbrás	428.732	14,5%	9,0%	1,3%
Instituições Financeiras	365.004	12,4%	17,7%	2,2%
Instituições Financeiras	337.085	11,4%	26,0%	3,0%
Fornecedores	820	0,0%	38,0%	0,0%
Debêntures - CEM	97.141	3,3%	13,9%	0,5%
Debêntures - ITASA	98.731	3,3%	38,8%	1,3%
	<b>2.954.833</b>	<b>100,0%</b>	Ki bruto	<b>43,464%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>28,687%</b>

Tractebel

2003

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Dívidas index. Dólar Am.-USD	914.953	39,7%	-11,7%	-4,6%
Dívidas index. Libra Est.-GBP	84.506	3,7%	-2,4%	-0,1%
Dívidas index. EURO.-EUR	280.184	12,2%	5,2%	0,6%
Eletróbrás	374.319	16,2%	12,0%	1,9%
Instituições Financeiras	402.364	17,5%	26,1%	4,6%
Instituições Financeiras	61.626	2,7%	18,5%	0,5%
Debêntures - CEM	101.536	4,4%	15,5%	0,7%
Debêntures - ITASA	85.801	3,7%	19,7%	0,7%
	<b>2.305.289</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>4,301%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>2,839%</b>

**APÊNDICE K – Forma de Apuração do Ki pelas NE da Tractebel (continuação)**

Tractebel		2004		
Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Dívidas index. Dólar Am.-USD	785.082	39,4%	-1,0%	-0,4%
Dívidas index. Libra Est.-GBP	58.814	2,9%	6,0%	0,2%
Dívidas index. EURO.-EUR	215.384	10,8%	6,3%	0,7%
Eletróbrás	314.208	15,8%	12,0%	1,9%
Instituições Financeiras	391.523	19,6%	15,7%	3,1%
Instituições Financeiras	52.110	2,6%	18,2%	0,5%
Debêntures - CEM	98.107	4,9%	13,8%	0,7%
Debêntures - ITASA	78.872	4,0%	22,8%	0,9%
	<b>1.994.100</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>7,471%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>4,931%</b>

Tractebel		2005		
Tipo	R\$	% T	Custo	Custox % T
Dívidas index. Dólar Am.-USD	334.686	22,0%	-5,3%	-1,2%
Dívidas index. Libra Est.-GBP	24.349	1,6%	-15,0%	-0,2%
Dívidas index. EURO.-EUR	139.687	9,2%	-17,0%	-1,6%
Eletróbrás	255.622	16,8%	12,0%	2,0%
Instituições Financeiras	358.397	23,5%	15,6%	3,7%
Instituições Financeiras	41.740	2,7%	19,7%	0,5%
Debêntures - CEM	82.518	5,4%	13,8%	0,7%
Debêntures - ITASA	67.215	4,4%	11,7%	0,5%
Debêntures - CEM	219.553	14,4%	13,4%	1,9%
	<b>1.523.767</b>	<b>100%</b>	Ki bruto	<b>6,444%</b>
			<b>Ki líq.</b>	<b>4,253%</b>

**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE**

Vrs em (R\$ 1.000)		31/12/2000	31/03/2001	30/06/2001	30/09/2001	31/12/2001	31/03/2002	30/06/2002	30/09/2002	31/12/2002	31/03/2003	30/06/2003
<b>Brascan</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Sabesp</b>	Fin CP	380.907	492.232	538.034	585.555	546.076	410.620	501.255	1.369.319	1.300.661	1.224.184	1.112.643
	Deb CP	746	1.058	3.228	3.246	3.246	3.095	21.024	24.687	31.808	64.205	77.007
	Fin LP	5.202.962	5.232.068	5.301.234	5.659.889	5.207.535	5.145.929	5.632.559	5.774.304	5.458.407	5.281.147	5.557.991
	Deb LP	413.094	413.094	713.094	713.094	713.094	713.094	1.115.595	1.121.623	1.134.247	1.116.065	1.090.757
	Desp Fin	839.244	368.683	708.556	1.386.969	1.205.090	207.464	1.067.718	2.439.885	2.419.046	120.484	-15.239
<b>Copasa</b>	Fin CP	98.458				57.684				136.799	129.388	78.796
	Deb CP	0				0				0	0	0
	Fin LP	734.296				697.870				768.962	752.123	713.706
	Deb LP	0				0				0	0	0
	Desp Fin	112.821				133.280				229.092	-	-
<b>Company</b>	Fin CP	22.364	22.813	11.352	6.013	8.967	10.994	9.760	5.245	5.777	8.119	16.213
	Deb CP	0	0	0	10.400	14.082	17.347	21.355	12.852	15.048	15.131	11.004
	Fin LP	1.305	2.210	4.277	6.221	9.584	9.601	15.488	17.472	9.509	8.037	6.662
	Deb LP	0	0	0	14.379	12.322	10.043	7.765	5.355	2.508	0	0
	Desp Fin	8.589				6.024				4.881		
<b>Cosan</b>	Fin CP									212.048		
	Deb CP									0		
	Fin LP									281.487		
	Deb LP									0		
	Desp Fin									-251.957		
<b>CPFL</b>	Fin CP	85.279				203.346				2.422.347		
	Deb CP	165.828				844.044				929.604		
	Fin LP	301.642				486.579				2.275.878		
	Deb LP	1.300.000				861.471				1.502.927		
	Desp Fin	301.808				459.457				1.813.930		
<b>CSU</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Cyrela</b>	Fin CP	21.704	12.222	11.887	6.729	9.465	9.098	14.215	12.422	31.291	25.233	29.156
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	130.027	47.112	49.715	55.252	140.209	46.808	57.299	78.462	154.598	67.548	57.872
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	5.257	7.613	7.085	7.151	28.635	29.278	31.908	34.989	13.854	15.826	17.496

**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		30/09/2003	31/12/2003	31/03/2004	30/06/2004	30/09/2004	31/12/2004	31/03/2005	30/06/2005	30/09/2005	31/12/2005
<b>Brascan</b>	Fin CP		104.031				206.427				276.693
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		157.273				152.324				163.705
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		95.499				114.104				93.540
<b>Sabesp</b>	Fin CP	499.194	500.537	475.115	484.348	1.265.521	1.193.843	1.219.342	1.082.150	438.257	416.391
	Deb CP	518.368	496.461	498.816	632.055	276.778	302.967	313.011	338.026	316.774	342.622
	Fin LP	5.682.166	5.636.641	5.646.189	5.759.703	4.722.328	4.547.398	4.511.787	4.226.698	4.101.024	4.144.798
	Deb LP	653.883	630.624	608.791	442.345	1.025.588	1.006.445	1.289.425	1.815.267	1.776.967	1.760.410
	Desp Fin	362.911	656.838	228.207	621.459	625.974	641.577	207.502	148.231	289.653	561.666
<b>Copasa</b>	Fin CP	71.942	80.668	83.803	85.449	85.900	83.651	86.119	83.280	84.112	83.982
	Deb CP	0	0	0	192	1.387	3.638	1.921	2.018	8.705	7.105
	Fin LP	722.407	698.422	693.620	690.240	672.929	643.195	646.276	628.489	654.684	664.104
	Deb LP	0	0	0	50.072	50.524	101.959	102.859	103.774	157.076	184.903
	Desp Fin	-	78.610	182.502	126.637	104.476	81.134	110.344	79.547	97.856	63.063
<b>Company</b>	Fin CP	19.784	26.169	23.839	8.022	1.782	9.068	5.783	6.632	17.721	23.132
	Deb CP	7.157	3.100	0	7.604	7.521	7.811	7.828	7.896	7.844	7.808
	Fin LP	5.254	810	1.953	3.406	12.023	13.703	18.634	18.399	16.088	15.454
	Deb LP	0	0	0	22.813	21.000	18.876	16.961	15.000	13.125	11.250
	Desp Fin		5.460				5.350	-	-	-	5.869
<b>Cosan</b>	Fin CP		318.756				38.135	198.857	441.043	54.883	68.778
	Deb CP		0				0	0	0	0	0
	Fin LP		283.921				798.438	780.207	792.504	787.527	2.002.684
	Deb LP		0				0	0	0	0	55.069
	Desp Fin		-188.959				-331.025				-662.665
<b>CPFL</b>	Fin CP	1.034.021	860.692	897.632	1.028.982	996.316	904.321	984.731	852.383	843.546	1.245.946
	Deb CP	276.125	317.180	406.660	296.269	388.008	355.992	405.881	309.739	343.513	368.440
	Fin LP	1.823.769	2.146.116	2.353.451	2.271.789	2.189.610	2.144.341	2.056.383	2.009.509	1.856.044	1.807.465
	Deb LP	2.424.768	2.215.383	2.237.935	2.066.822	2.394.353	1.640.705	1.659.192	1.613.296	1.605.342	1.556.599
	Desp Fin	-	788.507	-	-	1.000.282	1.009.219	1.058.387	1.019.441	953.126	788.507
<b>CSU</b>	Fin CP		873				705				14.578
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		0				1.367				27.547
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		7.710				7.724				5.790
<b>Cyrela</b>	Fin CP	30.128	26.363	25.955	30.335	98.020	98.208	101.299	186.168	75.687	95.126
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	58.917	177.586	60.365	63.487	6.427	106.901	36.339	95.603	112.979	262.046
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	15.474	22.719	21.588	20.093	28.674	21.610	24.122	39.419	44.229	50.803



**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		30/09/2003	31/12/2003	31/03/2004	30/06/2004	30/09/2004	31/12/2004	31/03/2005	30/06/2005	30/09/2005	31/12/2005
<b>Datasul</b>	Fin CP		0				5.317				5.236
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		0				10.190				4.360
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		3.436				3.915				4.669
<b>DASA</b>	Fin CP		31.874	37.499	46.770	58.351	25.811	30.591	42.353	47.526	71.563
	Deb CP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP		70.278	72.665	75.349	70.687	105.207	100.514	87.780	81.351	77.192
	Deb LP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin		37.191	7.252	15.200	22.609	31.893	8.897	17.338	26.584	38.649
<b>EDP</b>	Fin CP		828.822				776.542	0	1.004.138	866.272	922.494
	Deb CP		0				0	0	0	0	0
	Fin LP		2.154.132				2.773.763	0	2.682.806	2.005.295	2.062.337
	Deb LP		0				0	0	0	0	0
	Desp Fin		257.791				710.245	-	197.216	376.378	894.975
<b>Embraer</b>	Fin CP	1.583.286	1.493.895	1.088.450	1.073.245	1.222.170	1.362.546	619.612	1.086.300	1.281.844	1.112.722
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	1.514.946	1.522.477	1.589.491	2.129.168	2.120.485	2.191.156	2.145.649	2.213.737	2.497.007	2.524.099
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	1.087.613	523.814	133.872	1.030.709	233.526	70.904	33.604	1.204.485	940.852	246.574
<b>Gafisa</b>	Fin CP	94.544	155.193	161.347	137.401	96.147	103.355	112.771	38.242	54.000	48.287
	Deb CP	44.176	0	0	0	0	0	0	0	0	6.118
	Fin LP	25.624	39.207	30.204	29.520	20.323	48.182	44.918	33.166	27.575	86.218
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	68.528	65.059	176.310
	Desp Fin	30.222	31.595	31.698	30.708	32.013	37.629	40.480	44.412	43.676	36.337
<b>Grendene</b>	Fin CP		14.768	14.642	15.312	15.381	19.732	21.675	23.245	31.277	27.223
	Deb CP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP		117.447	119.544	123.359	127.976	128.911	130.398	131.039	140.989	150.850
	Deb LP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin		126.917	-	-	-	121.366	121.946	126.933	124.287	112.252
<b>GVT Hold.</b>	Fin CP		314.363				75.126				170.958
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		1.024.165				1.239.208				1.050.416
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		111.450				93.830				79.167
<b>Iguatemi</b>	Fin CP		10.244				10.475				11.886
	Deb CP		19.191				19.191				0
	Fin LP		29.156				25.109				16.335
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		26.598				30.119				33.230

**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		31/12/2000	31/03/2001	30/06/2001	30/09/2001	31/12/2001	31/03/2002	30/06/2002	30/09/2002	31/12/2002	31/03/2003	30/06/2003
<b>Klabin</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Localiza</b>	Fin CP									8.953		
	Deb CP									0		
	Fin LP									309.451		
	Deb LP									0		
	Desp Fin									32.056		
<b>Lojas Rener</b>	Fin CP	8.193	21.514	48.680	51.283	36.126	69.177	47.683	58.223	46.686	77.270	72.686
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	156.432	172.928	184.392	213.555	185.632	185.888	227.552	311.592	282.664	268.248	229.760
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	32.469	49.949	59.651	87.306	64.230	58.099	97.519	164.700	164.118	151.499	75.698
<b>Lupatech</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>M. Dias Bco</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Medial</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Natura</b>	Fin CP					103.111				104.271		
	Deb CP					0				4.080		
	Fin LP					134.212				99.850		
	Deb LP					130.656				130.656		
	Desp Fin					65.282				134.004		
<b>Perdigao</b>	Fin CP	683.893	712.254	707.147	813.072	686.324	562.119	856.459	1.242.568	1.249.721	1.054.476	888.792
	Deb CP	10.026	10.102	10.152	10.203	10.315	10.465	10.450	10.574	12.471	12.590	14.584
	Fin LP	540.834	511.647	455.268	496.826	524.872	566.334	629.011	677.136	466.841	466.296	544.175
	Deb LP	70.219	70.752	75.397	76.024	73.899	74.586	70.191	70.858	64.580	65.327	59.111
	Desp Fin	191.994	274.081	318.629	426.487	289.185	231.355	343.060	571.359	602.797	575.745	339.014

**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		30/09/2003	31/12/2003	31/03/2004	30/06/2004	30/09/2004	31/12/2004	31/03/2005	30/06/2005	30/09/2005	31/12/2005
<b>Klabin</b>	Fin CP		0				0				0
	Deb CP		3.876				1.868				535
	Fin LP		0				0				0
	Deb LP		1.511				1.346				977
	Desp Fin										
<b>Localiza</b>	Fin CP		15.655				485.485	828.914	576.401	544.470	100.742
	Deb CP		0				0	0	17.066	35.964	16.123
	Fin LP		325.115				2.954	0	0	139.000	143.281
	Deb LP		0				0	0	350.000	350.000	350.000
	Desp Fin		41.153				44.761	-	-	-	133.502
<b>Lojas Rener</b>	Fin CP	84.278	51.439	97.759	63.419	64.837	58.293	104.075	74.583	88.329	63.181
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	233.872	231.136	232.688	248.600	228.688	212.352	213.296	188.032	0	0
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	-1.998	28.856	49.084	103.052	99.615	106.350	108.573	98.637	106.363	103.563
<b>Lupatech</b>	Fin CP		3.710				1.567				23.488
	Deb CP		197				238				0
	Fin LP		3.529				6.106				14.892
	Deb LP		8.005				8.298				0
	Desp Fin		5.521				4.112				11.153
<b>M. Dias Bco</b>	Fin CP		251.788				302.876				380.640
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		153.852				276.245				306.475
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		58.723				140.671				154.542
<b>Medial</b>	Fin CP		5.407				6.577				3.517
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		16.089				13.697				12.108
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		4.489				4.006				2.929
<b>Natura</b>	Fin CP		75.102	39.716	24.300	25.423	62.407	85.595	36.500	33.683	68.309
	Deb CP		102.170	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP		32.986	101.181	79.870	77.228	71.982	66.973	138.595	150.413	119.156
	Deb LP		130.656	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin		64.439	-	-	-	38.156	32.635	41.118	44.984	43.453
<b>Perdigao</b>	Fin CP	936.429	796.609	719.787	864.596	715.669	492.429	355.722	307.633	295.232	548.664
	Deb CP	14.814	14.977	15.118	15.195	15.330	15.449	15.584	0	0	0
	Fin LP	499.616	531.560	451.214	401.084	282.869	348.209	369.081	568.194	772.074	1.125.374
	Deb LP	59.948	53.343	53.846	46.871	47.289	40.126	40.477	0	0	0
	Desp Fin	40.315	152.819	182.164	289.180	246.107	176.181	182.434	67.723	31.115	94.046



**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas *financeiras* para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		31/12/2000	31/03/2001	30/06/2001	30/09/2001	31/12/2001	31/03/2002	30/06/2002	30/09/2002	31/12/2002	31/03/2003	30/06/2003
<b>Positivo</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Profarma</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Renar Macas</b>	Fin CP					6.790				6.042		
	Deb CP					0				0		
	Fin LP					6.866				7.962		
	Deb LP					0				0		
	Desp Fin					3.083				4.605		
<b>Rossi</b>	Fin CP	41.240	44.782	54.887	59.458	56.598	45.641	44.427	28.496	26.508	31.882	32.560
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	18.905	22.181	9.935	7.945	10.062	19.689	10.453	10.607	18.436	11.885	3.312
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	0	1.822	136	5.867	0	2.064	7.472	2.990	0	12.037	25.804
<b>Sao Carlos</b>	Fin CP	0	4	4	4	9.737	9.741	9.741	17.199	17.013	38.751	38.612
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	27.744	28.751	30.637	32.785	25.472	72.035	77.247	85.069	96.295	78.683	74.292
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	5.210	-1.368	7.715	8.170	20.836	22.304	25.440	39.013	42.182	64.152	119.692
<b>Sao Martinho</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Submarino</b>	Fin CP											
	Deb CP											
	Fin LP											
	Deb LP											
	Desp Fin											
<b>Tractebel</b>	Fin CP	591.713	262.397	176.780	158.271	140.038	146.181	430.394	488.344	507.265	542.559	256.700
	Deb CP	2.186	6.796	11.763	19.668	12.883	18.217	7.487	18.409	16.831	31.147	15.551
	Fin LP	1.230.378	1.663.002	1.758.004	1.948.558	1.732.690	1.772.619	2.004.171	2.485.909	2.251.696	2.153.906	1.894.851
	Deb LP	90.632	175.559	173.920	174.695	175.568	176.439	177.221	178.126	179.041	177.167	175.287
	Desp Fin	217.104	319.956	382.708	538.513	349.405	281.635	442.712	752.924	748.869	747.692	394.974

**APÊNDICE L – Dados de passivo oneroso e despesas financeiras para a metodologia de cálculo do BP e DRE (continuação)**

Vrs em (R\$ 1.000)		30/09/2003	31/12/2003	31/03/2004	30/06/2004	30/09/2004	31/12/2004	31/03/2005	30/06/2005	30/09/2005	31/12/2005
<b>Positivo</b>	Fin CP		1.926				2.784				24.833
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		0				0				8.278
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		3.349				6.239				13.835
<b>Profarma</b>	Fin CP		58.969				26.940				72.684
	Deb CP		0				0				0
	Fin LP		0				60.938				38.082
	Deb LP		0				0				0
	Desp Fin		18.485				17.046				29.842
<b>Renar Macas</b>	Fin CP		5.345	9.184	9.333	10.726	13.112	13.043	11.748	12.089	13.217
	Deb CP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP		11.893	11.375	11.183	7.738	8.224	11.086	10.731	8.233	7.902
	Deb LP		0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin		5.106	-	-	-	5.469	6.022	6.601	7.086	8.398
<b>Rossi</b>	Fin CP	32.868	34.216	42.318	60.908	68.471	71.914	73.610	87.880	104.282	121.938
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	9.952	12.560	15.227	21.142	35.240	37.586	33.080	29.038	30.256	18.643
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	33.340	5.742	-	-	-	10.457	10.266	9.550	97	19.247
<b>Sao Carlos</b>	Fin CP	34.316	41.322	43.386	44.482	28.812	52.721	57.952	46.930	30.113	32.924
	Deb CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Fin LP	60.558	73.992	72.854	69.007	67.497	101.530	93.554	101.517	115.976	151.088
	Deb LP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Desp Fin	92.219	132.777	114.461	63.955	88.591	62.238	61.658	63.572	130.346	83.445
<b>Sao Martinho</b>	Fin CP						12.153				10.058
	Deb CP						0				0
	Fin LP						60.713				60.136
	Deb LP						0				0
	Desp Fin						23.134				23.926
<b>Submarino</b>	Fin CP		34.001				51.076	68.721	159	159	167
	Deb CP		0				0	0	0	0	0
	Fin LP		5.691				13.744	9.202	70	38	8
	Deb LP		0				0	0	0	0	0
	Desp Fin		12.151				15.339	-	-	-	9.805
<b>Tractebel</b>	Fin CP	281.409	258.497	275.003	288.879	292.594	277.712	292.194	236.846	240.929	243.343
	Deb CP	25.761	21.237	28.361	23.905	31.245	23.360	28.871	25.672	34.956	31.090
	Fin LP	1.914.354	1.859.455	1.833.290	1.819.378	1.691.947	1.539.409	1.489.870	1.034.992	963.566	911.138
	Deb LP	172.515	166.100	166.972	160.022	160.829	153.619	154.389	345.975	344.652	338.196
	Desp Fin	-46.713	113.938	153.794	391.865	292.657	250.327	234.727	129.320	193.428	241.518