

O Impacto do Fim da Correção Monetária no Resultado das Companhias Brasileiras de Capital Aberto e na Distribuição de Dividendos: Estudo Empírico no Período Pós-Plano Real

Marcelo Augusto Ambrozini
Carlos Alberto Grespan Bonacim
Alexandre Assaf Neto

Resumo

O fim da obrigatoriedade da correção monetária das demonstrações contábeis em 1995, fez com que as empresas brasileiras deixassem de reconhecer os efeitos da inflação na apuração dos seus resultados. Porém, mesmo com a aparente estabilização monetária promovida pelo Plano Real, a inflação acumulada de janeiro de 1996 a dezembro de 2004 ultrapassou 160% de acordo com dois dos principais indicadores nacionais. Nesse trabalho, foram coletadas as demonstrações contábeis de todas as empresas não financeiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1996 a 2004 e procedeu-se com a Correção Monetária de Balanço, de acordo com a metodologia prevista na legislação brasileira. Os resultados do Teste de Diferença de Médias para Observações Emparelhadas e o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados mostraram que a desconsideração dos efeitos inflacionários distorceu o lucro das 255 empresas da amostra com um nível de confiança de 99%. As análises do índice de correlação de Pearson forneceram evidências de que os setores que mais ganharam com a inflação foram também aqueles que mais distribuíram dividendos aos acionistas e os setores que mais perderam com a corrosão do poder aquisitivo da moeda foram os que menos tiveram capacidade de distribuir lucro.

Palavras-chave: Correção Monetária, Inflação, Dividendos, Empresas de Capital Aberto.

Abstract

The end of obligatory price level adjustment of financial statements in 1995 accounts for Brazilian companies not recognition of the inflation effects in profit determination. However, even with the apparent monetary stabilization cause by the Real Plan, the accumulated inflation from January 1996 to December 2004 surpassed 160%, according to two of the main national indicators. For this work, we collected incomes statements of all non-financial Brazilian stock companies listed at São Paulo Stock Exchange from 1996 to 2004 and dealt with the Price Level Adjustment according to the methodology foreseen in Brazilian Legislation. The results of the T-Test and Wilcoxon Matched-Pairs Signed-Ranks Test showed that the lack of consideration for inflationary effects distorted the profit of the 255 companies of the sample with a 99% level of reliance. The analyses of Pearson's index of correlation evidenced that the sectors that had most of the benefit from inflation were also the ones that participated more in the distribution of the dividends to the shareholders and the sector that have lost more with the purchasing power degradation were the ones that had less capacity to distribute profit..

Key-words: Price Level Adjustment, inflation, Dividends, Stock companies.

1. Introdução

Um dos principais objetivos da Contabilidade é o de fornecer informações relevantes para a tomada de decisões gerenciais e é sabido que a inflação tem o poder de distorcer consideravelmente os relatórios contábeis. A inflação pode ser entendida como um aumento contínuo e generalizado no nível geral de preços de uma economia, afetando indivíduos e organizações, e seus efeitos não

devem ser desconsiderados pelos gestores. Apesar de esse fenômeno ter sido aparentemente controlado no Brasil com o advento do Plano Real, ele não foi totalmente eliminado da atual realidade. Por isso, acredita-se que os usuários da informação contábil devem estar cientes dos impactos que os efeitos inflacionários podem causar nas corporações.

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

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

Essa inflação, se não considerada nas demonstrações contábeis, além de causar enormes danos à qualidade das informações prestada pela Contabilidade, pode alterar significativamente o resultado apurado pelas empresas e distorcer conseqüentemente a decisão de distribuição de lucros.

Além disso, a não atualização monetária, entre outros, confunde a comparabilidade entre demonstrações de dois períodos de tempo diferentes, impede que os relatórios reflitam adequadamente a situação financeira da companhia, leva à distribuição de um lucro irreal, podendo descapitalizar a empresa e até mesmo comprometer a sua continuidade.

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

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

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

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

Para responder essa pergunta, será feita a correção monetária das demonstrações contábeis das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo

no período de 1996 e 2004, conforme a metodologia da Correção Monetária de Balanços (CMB). Para isso, será utilizado o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna da Fundação Getúlio Vargas (IGP-DI/FGV). Os dados serão extraídos das próprias demonstrações das empresas, entregues à Comissão de Valores Mobiliários e disponibilizadas no software Economática[®].

Para verificar se a diferença no lucro apurado pelas empresas após a CMB foi estatisticamente significativo, será utilizado o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas.

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

2. Revisão Bibliográfica

Em 1961 Modigliani e Miller publicaram um artigo que se tornaria a base para toda a discussão sobre os dividendos. Em “*Dividend policy, growth, and the valuation of shares*”, os autores defenderam a idéia de que, se uma empresa possui uma estrutura ótima de investimento, nenhuma política de dividendos pode aumentar ou reduzir a riqueza dos acionistas. Como esse trabalho assumiu pressupostos de um mercado perfeito, não demoraram a surgir críticas e questionamentos. Porém, o grande legado dos dois autores já se havia realizado: colocar em cheque a crença existente até então de que os dividendos ditavam o valor da empresa.

Neste trabalho, a revisão literária sobre dividendos será dividida em três partes. A primeira parte mostrará a corrente de pensamento que defende a irrelevância dos dividendos. Logo em seguida, será apresentada a escola que defende que os dividendos são bons e, por fim, a corrente de defensores de que os dividendos podem ser ruins para as empresas e os acionistas será abordada.

2.1.1 Teoria da irrelevância dos dividendos

O artigo pioneiro de Modigliani e Miller (1961) propõe que o valor da empresa é função do valor presente dos fluxos futuros de seus investimentos, independente de como a empresa é financiada.

Para os autores, o valor da empresa depende da obtenção de lucros e não da forma como esses lucros serão futuramente distribuídos, o que torna irrelevante a forma e o valor da distribuição dos dividendos. No entanto, para que conseguissem provar essa teoria, os pesquisadores construíram um mundo hipotético, onde:

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

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

Um trabalho que considerou a tributação foi desenvolvido por Black e Scholes (1974). Esses autores fizeram um estudo com objetivo de verificar se existia uma relação entre as ações com alto rendimento de dividendos e o retorno esperado pelo investidor, calculado por meio de ajustes ao

modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). A hipótese de pesquisa era a de que um aumento nos dividendos da empresa acarretaria uma diminuição do retorno esperado pelos acionistas. Os autores selecionaram 25 carteiras de ações de acordo com o retorno das ações e compararam com a proporção de dividendos distribuídos.

Os resultados não mostraram diferenças significativas entre as ações com alto e baixo índice de *payout* (distribuição de dividendos) e o retorno das ações, sugerindo que os investidores não devem se ater à política de dividendos das empresas, mesmo considerando o efeito da tributação.

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

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

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

2.1.2 Teoria de que os dividendos são bons

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

Gordon (1963) também defende a teoria de que os dividendos são bons, porém a partir do argumento de que os investidores racionais são avessos ao risco e, por isso, preferem receber dividendos. Os dividendos são ganhos certos no presente, ao passo que a valorização das ações é um evento incerto no futuro. Essa é a chamada teoria do “pássaro na mão” em alusão ao ditado popular que diz que mais vale um pássaro na mão do que dois voando. Para o autor, como o valor de uma ação é uma função dos seus fluxos futuros de benefícios esperados – e os dividendos constituem uma parte desses benefícios –, um aumento no valor dos dividendos provocaria um aumento no valor da ação.

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

Um estudo de caso realizado por Long Jr. (1978) também mostra a preferência por dividendos pelos acionistas. No início de 1956 a empresa americana Citizens Utilities Co. criou

duas categorias de ações com as mesmas características, exceto quanto ao pagamento de dividendos. Enquanto uma classe de ações pagaria dividendos em ações a outra classe pagaria dividendos em dinheiro. Mesmo com a incidência de tributos apenas nesta última classe de ações, o que tornaria o seu ganho menor após a tributação, houve uma maior demanda por ela, ao invés da preferência pelas ações que pagariam dividendos em ações, isentas de impostos.

Lewellen *et al* (1978) também buscando verificar o efeito clientela na prática, obtiveram resultados parecidos com o de Pettit (1977). Os autores descobriram que as pessoas mais idosas, pessoas não muito bem empregadas, mulheres e pequenas famílias preferem o recebimento de dividendos em dinheiro ao invés de aguardar a valorização dos seus papéis. Para esse grupo de investidores não foi detectada correlação significativa entre suas preferências e o efeito tributário, mostrando que os acionistas, ou pelo menos essa parte deles, têm mais aversão ao risco do que preocupação com os impostos.

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

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

2.1.3. Teoria de que os dividendos são ruins

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

Para que essa preferência por ganho de capital seja válida, os dividendos devem receber taxa maior que a valorização das ações. Por isso, essa teoria é contrária à teoria do “pássaro na mão”, ou seja, quanto maior o *payout ratio* de uma empresa, menos suas ações serão valorizadas no mercado.

Um importante trabalho que mostra que os dividendos são indesejados pelos acionistas foi realizado por Litzenger e Ramaswamy (1979). É sabido que o preço da ação após a data ex-dividendo deve cair, para refletir a perda em dividendos para os investidores que compram a ação após essa data. No entanto, os autores usaram rendimentos de dividendos atualizados todo mês e examinaram se os retornos totais em meses ex-dividendos estavam correlacionados com os rendimentos dos dividendos. Eles encontraram uma forte relação entre os retornos totais e o *dividend yield*, apoiando a tese de que os investidores são avessos aos dividendos. Isso foi reforçado pela estimativa de diferencial de imposto implícito entre os ganhos de capital e os dividendos, que, segundo os autores, chegava a aproximadamente 23%.

Uma outra evidência empírica a favor da teoria de que os dividendos não são desejados devido a sua tributação pode ser encontrada em Lakonishok e Vermaelen (1986). Os autores dessa pesquisa investigaram o volume de transações com ações momentos antes do pagamento dos dividendos. Para comprovar a teoria de preferência por ganhos de capital ao invés de dividendos, os autores mostraram que as ações que pagavam dividendos em dinheiro eram muito mais

comercializadas do que aquelas que pagavam dividendos em ação, mostrando preocupação dos investidores com os efeitos tributários no curto prazo.

Mesmo no caso em que os dividendos sejam tributados à mesma alíquota do ganho de capital, há um outro fator contra o pagamento de dividendos, relacionado com o aspecto temporal do dinheiro. Quando os acionistas recebem sua parte do lucro como dividendos, eles têm de recolher os impostos imediatamente (ou após alguns dias) ao passo que os ganhos de capital, originados a partir da valorização de suas ações, são tributados somente no momento em que esses ganhos são realizados, ou seja, somente quando as ações são vendidas.

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

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

3. Correção Monetária de Balanços e Correção Integral

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

A Lei 6.404/76 tornou obrigatória a correção monetária das demonstrações contábeis para as empresas brasileiras de capital aberto. Posteriormente, por meio do Decreto-lei n.º 1.598 de 1977, a legislação do Imposto de Renda estendeu essa obrigatoriedade para todas as pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real., expressa perda monetária.

Porém, Com a implantação do Plano Real em julho de 1994 e o conseqüente sucesso no controle do processo inflacionário que afligia a economia brasileira há décadas, o Governo Federal decidiu, por meio da Lei 9.249 de 26 de dezembro de 1995, extinguiu a sistemática de correção monetária das demonstrações contábeis que havia sido implantada pela Lei 6.404/76, no seu artigo 185.

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

4. Aplicação da Correção Monetária de Balanço e Análise dos Resultados

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

Após selecionadas no Economática[®] somente as empresas brasileiras, eliminou-se os setores de Finanças e Seguros, Fundos – devido às características peculiares desses setores – e as empresas sem denominação de setor específico, classificadas como Outros Setores. Depois, eliminou-se as companhias que, em 31 de dezembro de 2004, estava com capital fechado.

O próximo passo foi eliminar da amostra as empresas que não tiveram movimentação nos anos de 1996 a 2004, ou porque encerraram capital antes de 1994 ou porque abriram após 31/12/2004. Após esses cortes iniciais obteve-se 255 empresas na amostra de 18 diferentes setores, que estão relacionadas no Apêndice A.

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

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

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

Dessa maneira, formulou-se a hipótese nula (H_0) de que o lucro líquido das empresas antes da correção monetária é igual ao lucro líquido após a Correção Monetária de Balanço. Em outras palavras, a hipótese de nulidade é de que a consideração dos efeitos inflacionários no resultado das empresas não é capaz de alterar significativamente o lucro líquido apurado de acordo com a legislação societária (LS) em comparação ao lucro líquido apurado após a correção do Balanço. A hipótese nula, formulada com objetivo de ser rejeitada.

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

Para testar a hipótese nula, utilizaremos dois testes estatísticos, um paramétrico e outro não-paramétrico. O primeiro teste (paramétrico) aplicado foi o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas, conforme metodologia extraída de Triola (2005, p. 357). Amostra emparelhada significa que cada valor de uma amostra (lucro líquido pela legislação societária) está relacionado com cada valor da outra amostra (lucro líquido após a correção monetária).

Com base nos valores do lucro líquido antes e depois da Correção Monetária de Balanço, aplicou-se o Teste Diferença de Médias para Observações Emparelhadas com auxílio do software estatístico Statdisk[®] e os resultados estão na figura 1.

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

O segundo teste (não-paramétrico), Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados, é um teste não paramétrico (ou livre de distribuição) que não exige suposições sobre a

distribuição populacional de onde as amostras foram extraídas. Isso quer dizer que esse teste não pressupõe que o lucro de todas as empresas brasileiras não-financeiras possui uma distribuição normal ou aproximadamente normal.

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

Figura 1 – Output de saída do software Statdisk®.

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

De posse dos valores do lucro líquido das empresas antes e depois da Correção Monetária de Balanço, aplicou-se o Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon para Pares Combinados no software estatístico Statdisk® para testar as hipóteses acima enunciadas e os resultados estão na figura 2.

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

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

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

Figura 2 – Output de saída do software Statdisk®.

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

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

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

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

Para isso, os valores do resultado da correção monetária das empresas e dos dividendos distribuídos foram então emparelhados no Microsoft Excel® e calculados os coeficientes de correlação. A tabela 1 mostra o resultado da correlação entre as variáveis Resultado da Correção Monetário de Balanço (RCMB) e o total pago em dividendos entre as empresas de cada grupo e resumidas por setor.

O setor de Agro e Pesca é composto de apenas três empresas e ocorreram apenas quatro pagamentos de dividendos em todos os anos. Dessa forma, o resultado da correlação entre CMB e dividendos para esse setor o setor deve ser olhado com muita cautela, pois o número de observações foi extremamente pequeno. O mesmo aconteceu com o setor de Software e Dados, composto de uma única empresa, com demonstrações publicadas em apenas três anos. Nenhuma empresa do setor de Transporte e Serviços pagaram dividendos nos anos de 1996, 1998, 1999 e 2000.

Tabela 1 – Correlação entre o RCMB e os dividendos.

Setor Econômico	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Agro e Pesca	-	-	-	(1,000)	-	-	(0,699)	-	(0,909)
Alimentos e Bebidas	0,980	0,918	0,905	0,016	0,972	0,951	0,934	0,961	0,988
Comércio	0,225	0,339	0,427	0,028	0,952	0,856	0,473	0,515	0,371
Construção	0,218	(0,224)	0,208	0,169	0,078	0,010	(0,033)	(0,094)	(0,111)
Eletroeletrônicos	0,551	0,207	0,347	0,164	0,058	0,223	0,556	0,819	0,475
Energia Elétrica	0,365	0,913	0,677	0,735	0,017	0,827	0,683	0,244	0,218

Minerais não Metálicos	(1,000)	(0,955)	(0,876)	0,697	(0,493)	(0,492)	(0,346)	(0,524)	(0,676)
Mineração	0,967	0,984	0,993	0,985	0,994	0,996	0,999	0,999	0,999
Máquinas Industriais	(0,327)	0,223	0,650	0,278	0,293	0,886	0,526	(0,104)	(0,265)
Papel e Celulose	(0,106)	0,245	0,145	0,132	0,075	0,488	0,554	0,933	0,921
Petróleo e Gás	(0,985)	(0,956)	0,566	0,994	0,996	0,994	0,997	0,999	0,999
Química	(0,359)	(0,296)	(0,852)	(0,767)	(0,391)	(0,275)	0,092	(0,084)	0,288
Siderurgia e Metalurgia	0,649	0,763	0,762	0,806	0,596	0,606	0,790	0,862	0,967

Tabela 1 – Correlação entre o RCMB e os dividendos (continuação)

Setor Econômico	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Software e Dados	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Telecomunicações	0,981	0,998	0,779	0,476	0,732	0,212	0,337	0,958	0,981
Têxtil	0,064	0,343	0,021	0,144	(0,028)	(0,030)	0,098	0,012	(0,327)
Transporte e Serviço	-	0,681	-	-	-	(0,316)	0,135	(0,124)	(0,148)
Veículos e Peças	(0,287)	(0,294)	0,251	0,295	(0,232)	(0,311)	(0,510)	(0,642)	(0,594)
Correlação Geral	0,285	0,803	0,442	0,475	0,408	0,217	0,452	0,934	0,951

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

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

A maioria das observações desse estudo apresentou correlação positiva. Porém, alguns setores se destacaram por ter forte correlação na maioria dos anos do estudo. São eles os setores de Alimentos e Bebidas, Energia Elétrica, Mineração, Siderurgia e Metalurgia e Telecomunicações.

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

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

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

Diferentemente do que poderia se imaginar, a estrutura patrimonial de grande parte das empresas brasileiras permite que elas obtenham ganho com o processo inflacionário, fazendo com que os balanços consolidados de oito setores econômicos apresentassem somente ganhos monetários em todos os anos do estudo. Apenas nos setores de Construção e Máquinas Industriais observa-se predominância de períodos negativos.

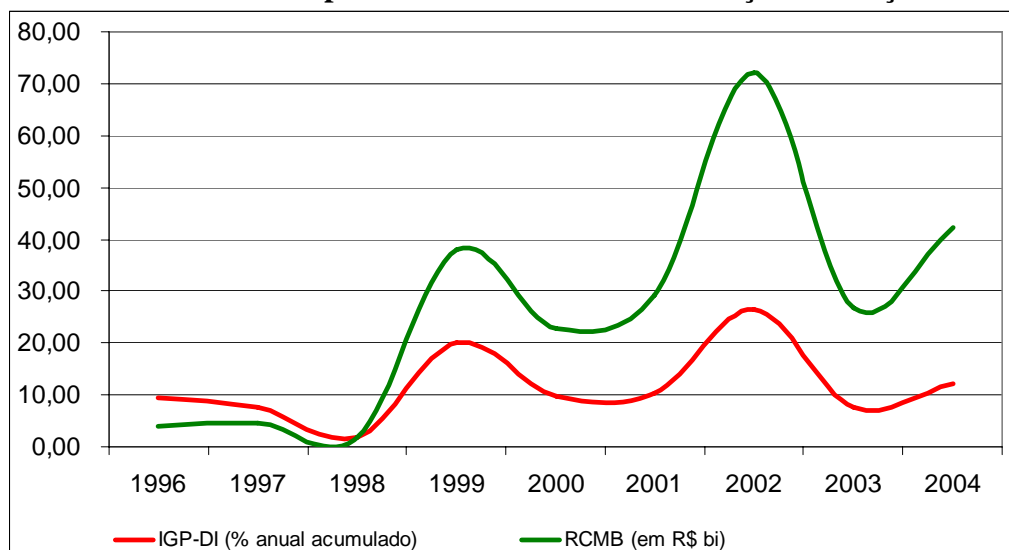
Se comparado o RCMB total dos dezoito setores no decorrer dos nove anos do estudo com os índices de inflação apurados conforme o IGP-DI, por meio de gráfico 1 (próxima página), vê-se que eles seguiram um comportamento similar.

Isso não necessariamente deveria ocorrer, ou seja, altas taxas de inflação não implicam obrigatoriamente altos ganhos monetários e, ao mesmo tempo, quedas inflacionárias determinam redução do ganho monetário. Isso é uma relação particular observada na realidade das empresas brasileiras a partir de dados empíricos.

Uma outra importante constatação que se pode fazer com auxílio do gráfico, é que a relação entre as duas variáveis era mais próxima nos primeiros anos do estudo e, com o decorrer do tempo,

foram se afastando. Isso significa que, cada vez mais os aumentos nos índices de inflação tendem a provocar um aumento no resultado com a correção monetária de balanços.

Gráfico 1 – Comportamento do RCMB em relação à inflação.



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

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

Como essa classificação é influenciada pelo tamanho do setor, procedeu-se mais uma vez com o estudo da correlação entre os resultados da correção monetária dos setores e o volume total de dividendos pagos. Porém, ao invés de utilizarem-se os valores unitários de cada empresa, utilizaram-se os Balanços consolidados por setor.

Tabela 2 – Correlação entre o RCMB e Dividendos Consolidado

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

Como se pode observar na tabela 2, as variáveis Resultado com Correção Monetária de Balanço (RCMB) e valor pago em dividendos tiveram alta correlação positiva nos anos de 1996 a 2004. Porém, para se afirmar que essa correlação foi estatisticamente significativa, será realizado um teste de hipótese formal. A metodologia foi extraída de Triola (2005, p. 387). A hipótese nula (H_0) é de que a correlação (ρ) entre as duas variáveis é zero, ou seja, não existe correlação significativa entre o RCMB e o volume de dividendos pagos por setor. A hipótese alternativa (H_1) é de que existe correlação linear significativa entre as duas variáveis. Aplicando a estatística de teste nos coeficientes de correlação da tabela 13, obtêm-se os resultados mostrados na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultado do Teste de Hipóteses para Correlação Linear.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Coefficiente de correlação (<i>r</i>)	0,815	0,936	0,774	0,909	0,764	0,599	0,821	0,895	0,918
Estatística de teste (<i>t</i>)	5,619	10,650	4,896	8,696	4,730	2,988	5,760	8,015	9,259
Valores críticos de <i>t</i>	3,012	2,977	3,012	2,977	3,012	2,977	2,947	2,977	2,947
Setores com dividendos	15	16	15	16	15	16	17	16	17
Numero de observações	154	193	232	238	239	244	248	250	252
Resultado do teste	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0	Rejeita H0

A tabela 3 mostra que o valor da estatística de teste excede os valores críticos de *t* para todos os anos do estudo, ou seja, a estatística de teste cai dentro da região crítica em todos os anos de 1996 a 2004. Isso faz com que se rejeite a hipótese nula de que a correlação entre as variáveis é igual a zero. Como H_0 é rejeitada, existem evidências suficientes para apoiar a afirmativa de que há uma correlação linear positiva entre o Resultado da Correção Monetária de Balanços e o total de dividendos distribuídos aos acionistas para as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 1996 a 2004.

5. Conclusões

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

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

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

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

Essas evidências estão de acordo com as conclusões de Salotti (2002), que analisou doze indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade aplicados em empresas reais e afirmou que o fim da Correção Monetária Integral em 1996 trouxe conseqüências danosas ao analista econômico-

financeiro. Também estão de acordo com as de Lima *et al.* (2004), que analisaram três indicadores de liquidez, rentabilidade e estrutura de capital.

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

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

Outra constatação deste estudo foi a de que as empresas brasileiras mantiveram praticamente inalteradas o seu Resultado com Correção Monetária de Balanços no decorrer dos anos, mostrando que elas geralmente não alteram drasticamente sua estrutura de ativos e passivos monetários. Se analisada cada organização individualmente, será notado que a maioria delas apresentam sucessivos ganhos (ou perdas) com a inflação.

Prova disso é que, das 255 empresas da amostragem deste trabalho, 117 (ou 45,9%) apresentaram somente ganhos com a correção monetária das demonstrações enquanto 40 empresas (ou 15,7%) tiveram unicamente perda inflacionária, não alterando seus resultados entre perda e ganho. Somadas, essas empresas representam mais 61% do total da amostra.

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

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

As empresas que apresentaram lucro contábil apurado conforme determina a Legislação Societária e, após terem suas demonstrações corrigidas, apresentaram prejuízo, deveriam ter atenção maior ao retirarem dinheiro do caixa para entregarem aos seus acionistas sob a forma de dividendos. Esses recursos monetários imprescindíveis para investimentos capital de giro, imobilizado ou mesmo expansão da capacidade produtiva, podem ter de ser captados novamente no mercado a um preço mais alto.

Por outro lado, as empresas que apresentaram prejuízo de acordo com a contabilidade societária, mas após a Correção Monetária de Balanço tornaram-se lucrativas, apesar de não correrem o risco promoverem uma descapitalização, podem ter distribuído dividendos em menor valor para os seus acionistas, ou mesmo não terem distribuído nenhum dividendo.

Verificou-se ainda que, quanto maior a alta generalizada dos preços da economia, maior o número de empresas que passa a ter seus resultados societários invertidos. Ou seja, o comportamento dos grupos de empresas que tiveram os seus resultados invertidos a partir da correção das demonstrações contábeis acompanhou a evolução do índice de inflação no Brasil de 1996 a 2004. Isso nos permite concluir que, quanto mais elevada a inflação na economia, maior o seu poder de distorção dos resultados apurados pela Contabilidade e, com isso, aumenta a chance de decisões equivocadas com base no lucro nominal.

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

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

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

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

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

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

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

Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

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

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

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

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

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

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

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

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

LIMA, Gerlando A. S. F. de *et al.* **Um Estudo Empírico sobre os Reflexos do não Reconhecimento da Inflação nas Demonstrações Contábeis e em suas Análises**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM

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

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

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

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

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

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

SALOTTI, Bruno Meirelles. **O Fim da Correção Monetária Integral e seu Impacto em Alguns Índices de Análise de Balanços**. 2º Seminário USP de Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Out. 2002. CD-ROM

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