

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISA EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

ELIFAZ PEREIRA ANUNCIAÇÃO

TRIBUTAÇÃO E DECISÕES EMPRESARIAIS: uma análise do nível de
imobilização e endividamento antes e após o fim da correção monetária

**VITÓRIA
2012**

ELIFAZ PEREIRA ANUNCIAÇÃO

TRIBUTAÇÃO E DECISÕES EMPRESARIAIS: uma análise do nível de
imobilização e endividamento antes e após o fim da correção monetária

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Doutor Antônio Lopo Martinez

VITÓRIA
2012

ELIFAZ PEREIRA ANUNCIAÇÃO

TRIBUTAÇÃO E DECISÕES EMPRESARIAIS: uma análise do nível de imobilização e endividamento antes e após o fim da correção monetária

Dissertação de Mestrado apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 23 de Novembro de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. ANTÔNIO LOPO MARTINEZ
Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)
Orientador

Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA
Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)

Prof. Dr. ARILDA TEIXEIRA
Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e
Finanças (FUCAPE)

Dedico esse trabalho a LIGE
quatro paixões.

AGRADECIMENTOS

Ao Criador de todas as coisas.

Ao pai Zuca e a LIGE quatro paixões. Lourdes, Ivi, Guel e Manu, vivo vocês.

A Lourdes, mãe, ventre santo e pessoa inigualável. Sei o quanto se orgulhava e por isso irei ainda mais longe. Que pena não ter conseguido mais essa vitória contigo aqui.

Aos meus irmãos, cada um do seu modo me incentivou e serviu de inspiração para eu ser quem sou.

Aos colegas que conheci na minha trajetória, BRASCAR MOTOS, BRASCAR VEÍCULOS, ICAPP, DIAGNÓSTICA, CESUPI e A PARCERIA.

Aos meus professores. Em especial ao Professor Lindolfo, pela amizade.

Aos meus padrinhos, Lourdes, Carlinhos e Piba, espero que um dia eu seja um orgulho para vocês.

Ao GRUPO DIAGNÓSTICA, sem vocês eu não estaria aqui. Clímaco, Mirabeau, Paulo e Bira. Vocês nem imaginam como sou grato.

A José Mário -velho pombo- obrigado amigo, pela amizade.

As minhas turmas do CIGLVF, IBJ, IERP, FCCJ e FUCAPE. Obrigado.

A Almir Milanezi que apostou tudo em quem não conhecia, espero compensar pela oportunidade.

A "A PARCERIA", todos que fazem parte da realização do sonho.

Quando escolhi a docência foi para servir e conviver com pessoas. Obrigado alunos, razão da minha luta.

Ao professor Dr. Antônio Lopo exemplo vivo de que o conhecimento e a sabedoria caminham juntos com a ética, respeito ao próximo e amor no coração.

A FUCAPE, na pessoa dos professores Dr. Aridelmo e Dr. Fábio Gomes.

“Sou bom em tudo que faço, quem me conhece me ama”.

Desconhecido

RESUMO

Com o pressuposto de que a tributação impacta em decisões corporativas, esta pesquisa foi desenvolvida com o objetivo de avaliar o comportamento da imobilização e endividamento das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA - entre os anos de 1991 e 2000, antes e após a extinção da correção monetária. Para o estudo foram selecionadas 175 empresas das 656 pesquisadas. Utilizaram-se dois modelos clássicos de regressão linear: o primeiro analisa o impacto com base no imobilizado sobre o ativo total, e o segundo o endividamento sobre o ativo total. Na avaliação do comportamento do imobilizado e endividamento nos períodos de 1991-1995 e 1996-2000, com e sem aplicação da correção monetária, respectivamente, utilizou-se o teste T, cujos resultados apontaram que o endividamento das empresas aumentou com a extinção da correção monetária, enquanto o nível de imobilização decresceu. Esses resultados também se repetiram na análise dos quatro principais setores. Com relação à pergunta chave desta pesquisa: se o nível de imobilização e de endividamento é diferente em períodos com e sem correção monetária, os resultados demonstram que sim. Com esses resultados rejeita-se a hipótese de que o período sem correção monetária não difere do período com correção monetária quanto ao endividamento e imobilização. Espera-se que este trabalho contribua para a manutenção da pesquisa e chame a atenção para a importância do tema *“efeito dos tributos nas decisões empresariais”*.

Palavras-chave: Imobilização. Endividamento. Correção Monetária.

ABSTRACT

With the assumption that taxes impact on corporate decisions, this research was conducted with the aim of evaluating the behavior of immobilization and indebtedness of companies listed on the São Paulo Stock Exchange- BOVESPA- between 1991 and 2000, before and after the extinction of the monetary correction. For this study 175 companies were selected from the whole lot of 656 companies surveyed. We used two classical models of linear regression: the first examines the impact based on the immobilized portion over total assets, and the second debt on total assets. In assessing the behavior of assets and debt in the periods 1991-1995 and 1996-2000, with and without application of the monetary correction, respectively, we used the t test; the results showed an increased indebtedness of companies with the extinction of the monetary correction while the immobilization's level decreased. These results were also confirmed in the analysis of the four main sectors. Regarding the key question of this research -whether immobilization's and debt's level are different in periods with and without monetary correction - the results clarify that the answer is positive. With these results the hypothesis that the period without monetary correction does not differ with the period with monetary correction, with regard to debt and immobilization, is rejected. It is hoped that this work will contribute to the maintenance of the research and to draw the attention on the importance of the topic "effect of taxes on corporate decisions".

Keywords: Immobilization. Indebtedness. Monetary Correction.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Efeito nulo da prática da correção monetária sobre o ativo permanente e o patrimônio líquido	20
tabela 2: Efeito perda da prática da correção monetária sobre o ativo permanente e o patrimônio líquido	20
tabela 3: Efeito ganho da prática da correção monetária sobre o ativo permanente e o patrimônio líquido	21
tabela 4: Estatística descritiva das variáveis antes e após a correção monetária	34
tabela 5: Grau de correlação e p-valor das variáveis independentes	35
tabela 6: Análise dos períodos com e sem correção monetária	36
tabela 7: Teste t para igualdade das médias antes e depois da correção monetária, por grupo de anos	37
tabela 8: Parâmetros estimados do imobilizado	38
tabela 9: Parâmetros estimados do endividamento	40
tabela 10: Análise dos períodos com e sem correção monetária por setor	42
tabela 11: Parâmetros estimados do imobilizado e endividamento por setor	42

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1 TRIBUTAÇÃO E DECISÕES CORPORATIVAS	14
2.2 INFLAÇÃO E CORREÇÃO MONETÁRIA	16
2.3 IMOBILIZADO	21
2.4 ENDIVIDAMENTO	23
2.5 HIPÓTESES	27
3 METODOLOGIA	28
3.1 DADOS UTILIZADOS	28
3.2 ORGANIZAÇÃO E DESCRIÇÃO DOS MÉTODOS E TÉCNICAS POR CRITÉRIOS:	29
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	34
4.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS	34
4.2 ANÁLISE GERAL E POR SETOR DO COMPORTAMENTO DO IMOBILIZADO E DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS	35
4.2.1 Teste Univariado	35
4.2.2 Modelo linear múltiplo	37
4.2.3 Análise Setorial	41
4.2.3.1 Análise setorial dos parâmetros estimados	41
4.2.3.2 Modelo linear múltiplo por setor	42
5 CONCLUSÕES	44
REFERÊNCIAS	46

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A economia do Brasil, ao longo de sua história, passou por períodos conturbados quanto aos impactos provocados pela inflação. Nos anos 80 e 90, os índices inflacionários alcançaram níveis elevadíssimos e preocupantes, como por exemplo 1.319,80% a.a. em 1989 e 2.740,10% a.a. em 1990, segundo Moraes (1994).

Com a implantação do Plano Real, em 1994, a inflação foi contida e, com isso, sancionada a lei 9.249 (BRASIL, 1995), que proibiu a possibilidade de corrigir as informações contábeis aos índices inflacionários. Nesse contexto, torna-se importante avaliar o comportamento da imobilização e endividamento das empresas brasileiras antes e após a extinção da correção monetária sob o pressuposto de que existe relação entre tributação e algumas decisões corporativas.

Iudícibus e Pohlmann (2010), ao estudar o impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil, entre 2001 e 2003, constataram que quanto maior a tributação, maior será o endividamento. Isso é sugestivo para a suposição deste trabalho no qual a tributação interfere nos tipos de decisões corporativas, visto que a aquisição ou não de imobilizado impactou e impacta no resultado tributário e societário das empresas e também no nível de endividamento.

Algumas decisões corporativas como imobilizar e recorrer à capital de terceiros ao invés de capital próprio, afetam os tributos a pagar. Segundo Aaron (1976), a inflação pode afetar o valor dos tributos a pagar de três formas: primeiro, alterando o valor dos lucros; segundo, afetando a mensuração do lucro tributável e

terceiro, alterando o valor de deduções, isenções, créditos e todas as outras provisões tributárias legalmente fixadas em termos nominais.

Segundo Matias (1972) a inflação causa danos imensuráveis na informação gerada pela contabilidade, quando não reconhecidos os seus efeitos. De acordo com González (1999), citado por Rezende *et al* (2008), em períodos com altos índices de inflação, as empresas investiam pouco na renovação de seus imobilizados pela baixa oferta de recursos no mercado financeiro.

Já em nível internacional são vários os trabalhos que abordam o tema endividamento e imobilizado, como Schall (1984), Ciccarelli e Mojon (2010); quanto à tributação, tem-se os trabalhos de Hanlon e Heitzman (2010), Ludícibus e Pohlmann (2010).

Diante dessas questões que cercam os temas correção monetária, inflação e o efeito tributário no ganho inflacionário causado pelo nível de imobilização e endividamento na época de reconhecimento dos efeitos da inflação pela contabilidade no Brasil, a pergunta chave desta pesquisa é: **O nível de imobilização e de endividamento no Brasil é diferente em períodos com e sem correção monetária?**

O objetivo deste trabalho é analisar o comportamento da imobilização e endividamento das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo - Bovespa entre os anos de 1991 e 2000. Para alcançar esta questão, avaliou-se o grau de relacionamento entre as variáveis explicativas utilizando-se a análise de correlação linear; e para explicar a forma de relacionamento entre as variáveis utilizou-se a análise de regressão linear múltipla.

A importância de analisar assuntos desta natureza se destaca por fomentar o universo acadêmico de dados e considerações que venham respaldar os estudos sobre o assunto, fortalecendo o conhecimento e os olhares, principalmente dentro dos conhecimentos contábeis.

Espera-se conhecer alguns quesitos que envolvem a motivação desta pesquisa. De que decisões corporativas são influenciadas por aspectos tributários e que a queda da inflação e a extinção da prática de correção monetária por parte da contabilidade no Brasil levaram as empresas a renovar seus imobilizados e, conseqüentemente aumentar seus níveis de endividamento.

Esta pesquisa se baseia nas seguintes premissas, conforme Ludícibus e Pohlmann (2006):

- Algumas decisões corporativas são motivadas também por outros aspectos, e não apenas por aqueles vinculados à realidade subjacente do negócio;
- A correção monetária cria desestímulo à imobilização e, com o seu fim, ocorreu um incentivo à imobilização;
- As decisões financeiras são motivadas pelo custo do financiamento;
- A correção monetária estimula a existência de financiamento com recursos próprios e, com o seu fim, ocorreu um incentivo ao endividamento com capital de terceiros.

As motivações dessa pesquisa são as influências tributárias em decisões corporativas de entidades brasileiras. Uma vez que seu objetivo é avaliar o comportamento de duas variáveis das empresas, imobilização e endividamento nos períodos de 1991 a 1995 e 1996 a 2000, com e sem aplicação da correção monetária, respectivamente.

Capítulo 2

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TRIBUTAÇÃO E DECISÕES CORPORATIVAS

São muitos os objetivos que norteiam as decisões corporativas, e um dos mais importantes é o planejamento tributário. Segundo Scholes *et al.* (2004), para a eficiência do planejamento tributário deve-se observar três fatores: todas as partes, todos os custos e todos os tributos.

Iudícibus e Pohlmann (2010) estudaram o impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil com base em 214 amostras dentre as 500 maiores empresas entre os anos de 2001 a 2003. O resultado foi que quanto maior a tributação, maior será o endividamento. O que é sugestivo para a suposição de nossa pesquisa – a interferência da tributação nos tipos de decisões corporativas- visto que a aquisição ou não de imobilizado impacta no resultado tributário e societário das empresas.

Deangelo e Masulis (1980) ao desenvolverem uma estrutura ideal de capital, consideram que os benefícios fiscais oriundos da utilização de capital de terceiros, são substituídos pela dedução da depreciação e dos benefícios tributários. Com relação ao nível de endividamento e imobilização, os autores afirmam que, de acordo com o aumento da depreciação, proporcionalmente, há a redução da proporção da dívida. Essa pesquisa vem reforçar a suposição de que a relação entre o endividamento e imobilização nas empresas é provocada também por questões tributárias.

Aaron (1976) comenta que a inflação pode afetar o valor dos tributos a pagar de três formas: primeiro, distorcendo o valor dos lucros; segundo, afetando a mensuração do lucro tributável; terceiro, alterando o valor de deduções, isenções, créditos e todas as outras provisões tributárias legalmente fixadas em termos nominais. Ele observa que um sistema tributário requer que os gastos históricos com material e a depreciação sejam atualizados pelo índice da inflação e que o ganho de capital na desvalorização do valor verdadeiro da dívida bruta seja incluído no valor dos ganhos tributáveis.

Hanlon e Heitzman (2010) trouxeram três observações sobre os impostos, que servem de referência para reforçar a ideia de que os tributos influenciam em decisões corporativas: a primeira é sobre o papel informacional das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributário; a segunda, em relação às tentativas das empresas em evitar tributos por meio de planejamento tributário; e, por fim, a terceira, sobre as decisões corporativas que incluem forma de investimentos, estrutura de capital e forma de organização societária. Esse é mais um trabalho que traz informações que corroboram com uma premissa desta pesquisa, de que aspectos tributários influenciam em decisões corporativas.

Luna e Murray (2010) relatam que as políticas fiscais podem incentivar um modelo de organização em detrimento de outro, por parte das empresas. Esta escolha afeta a localização dos lucros declarados e sua real atividade econômica, e as políticas tributárias podem afetar as oportunidades de planejamento tributário empresarial. Também, as firmas estrategicamente mudam seus ganhos para estados com menor carga tributária, sem operar com a movimentação física de ativos e de funcionários. Dessa forma, as políticas tributárias podem mudar as decisões das firmas sobre a localização de suas atividades operacionais.

2.2 INFLAÇÃO E CORREÇÃO MONETÁRIA

No Brasil, historicamente, foram observados altos e preocupantes índices de inflação, e isto estimulou a criação e aperfeiçoamento de técnicas para mensurar o seu efeito nas demonstrações contábeis. A figura 1 abaixo apresenta o comportamento da inflação em 10 anos na economia brasileira.

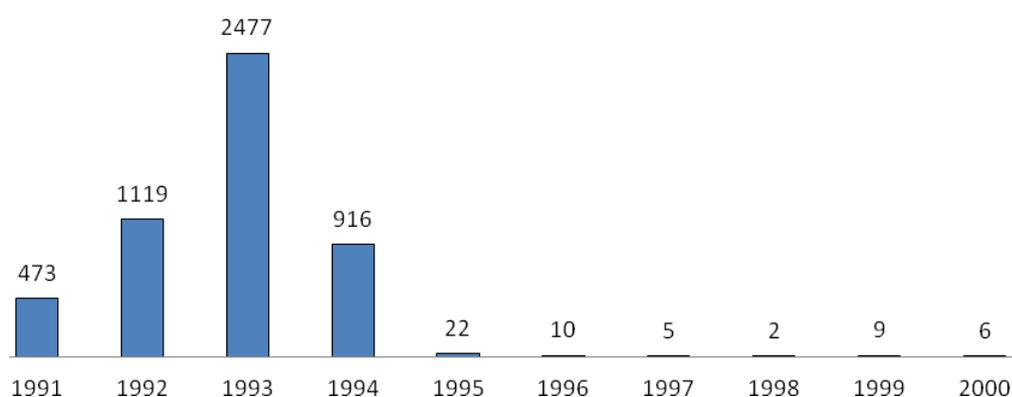


Figura 1 - Inflação - Índice de preço ao consumidor - IPCA (% a.a.) no Período Pesquisado (1991 a 2000)

Fonte: Ipeadata, 2011.

Os princípios contábeis geralmente aceitos surgiram levando em consideração preços estáveis na economia, e isso, de fato, nem sempre acontece. No Brasil, por exemplo, conforme Salotti *et al.* (2006), “[...] os índices inflacionários nas últimas décadas sofreram grandes alterações. Em 1930 eram baixos, porém em 1944 chegou a 37%, daí em diante a inflação teve participação no cenário econômico nacional”, alcançando quase 2.500% em 1993.

Com relação ao impacto do não reconhecimento dos efeitos da inflação pela contabilidade brasileira, Rezende *et al.* (2008) comentam, “[...] pensadores renomados da contabilidade brasileira criticam duramente a não consideração de efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a

legislação societária vigente”. Ao tempo que estudaram a relevância da informação contábil em “custo histórico” e em “moeda constante”, com dados extraídos da economática®, de empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas na BOVESPA entre os anos 1996 a 2007 cujos resultados apontaram para a relevância da informação contábil tão somente para as práticas contábeis em “custo histórico”.

Hoffmann e Nossa (2004), por meio de um estudo de caso na empresa UNICAFÉ, avaliaram o impacto da inflação nas demonstrações contábeis durante sete anos, apontaram que as demonstrações contábeis foram afetadas significativamente pela ausência da correção monetária, e que trouxe impactos significativos nos resultados da empresa, na sua tributação e na distribuição de dividendos. Esse trabalho vem demonstrar que, de fato, a ausência da correção monetária provoca danos nas empresas.

Salotti *et al.* (2006) ampliou o estudo de Lima *et al.* (2004) ao avaliarem as consequências de não se considerar os efeitos da inflação nas análises das demonstrações contábeis e se os impactos foram diferentes em cada setor da economia. Avaliaram se existe ou não diferença significativa entre três índices separados através dos dados das demonstrações contábeis com e sem correção monetária. Com empresas de um mesmo setor. Os resultados evidenciaram mais uma vez que a falta de correção monetária nas demonstrações contábeis causaram impactos na análise da real condição patrimonial e financeira das empresas.

A correção monetária, no Brasil, era aplicada de duas formas: a correção monetária de balanço e a correção monetária integral, que, segundo Salotti *et al.* (2006), as seguintes características:

No Quadro 1 são abordadas duas técnicas para reconhecer os efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis no Brasil.

Correção Monetária do Balanço – CMB	Correção Monetária Integral – CMI
Definida pela Lei 6.404/76 era uma técnica contábil simplificada que determinava a atualização monetária das contas do ativo permanente e do patrimônio líquido. O efeito líquido dessa atualização era reconhecido em uma linha no resultado do exercício, denominada “correção monetária do balanço”. Se o ativo permanente fosse maior do que o patrimônio líquido, o resultado seria uma receita. Caso contrário, uma despesa.	Regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), essa técnica era aplicada apenas às companhias de capital aberto e reconhecia os efeitos inflacionários de modo integral, como o próprio nome diz. Ou seja, todas as contas das demonstrações contábeis eram evidenciadas em moeda de uma mesma data. Nessa técnica, distinguam-se ativos e passivos monetários (expostos aos efeitos da inflação) de não monetários. Além disso, os ativos e passivos monetários eram classificados como puros (exposição completa aos efeitos inflacionários) e impuros (com mecanismos de proteção contra a exposição à inflação).

Quadro 1 - Correção monetária de balanço e integral
Fonte: Adaptado de Salloti (2006)

Segundo Ambrozini *et al.* (2008), apesar da extinção da prática de correção monetária nos balanços das empresas brasileiras, a partir de 1996, a inflação entre os anos de 1996 e 2004 alcançou 160%, por isso os autores decidiram aplicar a metodologia de correção monetária nas demonstrações contábeis de todas as empresas não financeiras listadas na BOVESPA entre os anos de 1996 a 2004. Os resultados apontaram que, ao desconsiderar os efeitos inflacionários, o lucro de 255 empresas da amostra foi distorcido. E através da análise de correlação evidenciaram que os setores que mais distribuíram dividendos foram os que mais se beneficiaram com a inflação e as que menos distribuíram lucros foram as que mais sofreram perda com a inflação.

Bomberger e Makinen (1980) estudaram os efeitos de uma experiência de correção monetária nos depósitos bancários na Hungria durante o ano de 1946 e concluíram que essa experiência reduziu, substancialmente, a proporção entre impostos em comparação à taxa de inflação determinada pela emissão de moeda por parte do governo. Consequentemente, a CM foi um mecanismo decisivo que provou a hiperinflação húngara entre 1945 e 1946 de forma atípica. Baseados nesses resultados, os autores sugeriram que estratégias de CM contemporâneas deveriam excluir a demanda por depósitos, especialmente em países nos quais uma quantia substancial de receita governamental seja advinda da emissão de moedas.

Ciccarelli e Mojon (2010) mostraram que a inflação em 22 países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), entre os anos de 1961 e 2008, variou de forma conjunta. Esse efeito de interrelacionamento é responsável, em média, por 70% da variabilidade da inflação de um país. Além disso, existe um poderoso e consistente mecanismo de correção de erro que retorna o índice da inflação nacional ao nível da sua projeção ao longo prazo, à inflação global.

Para comprovar o efeito da prática da correção monetária - CM sobre o ativo permanente - AP e sobre o patrimônio líquido - PL das empresas, há nas tabelas abaixo, três situações que demonstram esse método. Para exemplificar utilizou-se uma taxa de 10% aplicada sobre os valores ora destacados. Na situação 1, o AP e PL tem o mesmo valor, logo o efeito é zero, pois eles se anulam; na situação 2, o PL é maior, apresentando o efeito de perda com correção monetária; já na situação 3, o AP tem valor maior em comparação ao PL, gerando um resultado positivo, um ganho com correção monetária, valor este, base de tributação.

Situação 1: A taxa de 10% sobre o valor de R\$1.000,00 tanto no ativo permanente quanto no patrimônio líquido implica um ganho e uma perda de R\$100,00. Como o AP e o PL têm o mesmo valor, o efeito da operação com a correção monetária se anula.

TABELA 1: EFEITO NULO DA PRÁTICA DA CORREÇÃO MONETÁRIA SOBRE O ATIVO PERMANENTE E O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Ativo permanente R\$ 1.000,00	Patrimônio líquido R\$ 1.000,00
Resultado nulo com a correção monetária	
R\$ 100,00	R\$ 100,00

Fonte: Adaptado de Neves; Viceconti, 2004, p. 94.

Situação 2: A taxa de 10% sobre o valor de R\$1.000,00 do ativo permanente e de R\$ 1.200,00 do patrimônio líquido, implica um ganho de R\$ 100,00 e uma perda de R\$120,00. Como o valor do AP é menor que o valor do PL o efeito da operação com a correção monetária gera uma perda de R\$ 20,00.

TABELA 2: EFEITO PERDA DA PRÁTICA DA CORREÇÃO MONETÁRIA SOBRE O ATIVO PERMANENTE E O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

	Patrimônio líquido
Ativo permanente R\$ 1.000,00	R\$ 1.200,00
Perda com a correção monetária	
R\$ 120,00	R\$ 100,00
R\$ 20,00	

Fonte: Adaptado de NEVES; VICECONTI, 2004, p. 94.

Situação 3: A taxa de 10% sobre o valor de R\$1.200,00 do ativo permanente e de R\$ 1.000,00 do patrimônio líquido, implica uma perda de R\$ 100,00 e um ganho R\$120,00. Como o valor do AP é maior que o valor do PL, o efeito da operação com a correção monetária gera um ganho de R\$ 20,00.

TABELA 3: EFEITO GANHO DA PRÁTICA DA CORREÇÃO MONETÁRIA SOBRE O ATIVO PERMANENTE E O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Ativo permanente	
R\$ 1.200,00	Patrimônio líquido R\$ 1.000,00
Ganho com a correção monetária	
R\$ 100,00	R\$ 120,00
	R\$ 20,00

Fonte: Adaptado de NEVES; VICECONTI, 2004, p. 94.

O exemplo apresentado por meio das três situações esclarece, de forma simples, como a decisão corporativa de imobilizar mais ou menos, se com capital próprio ou de terceiro, provocava várias possibilidades de efeitos pela correção monetária no resultado da empresa e, conseqüentemente, na tributação das mesmas.

2.3 IMOBILIZADO

O aumento no ativo imobilizado, por meio da atualização monetária, era considerado receita de correção monetária e do patrimônio líquido uma despesa. A questão é se, antes da Lei 9.249/95, as companhias brasileiras tendiam a ter menos ativo imobilizado e após a extinção da correção monetária as empresas passaram a fazer novos investimentos fixos.

Diante da função do imobilizado dentro de uma empresa e a influência da correção monetária sobre ele, alguns trabalhos sobre correção monetária buscaram comparar os índices na análise de balanço em empresas com e sem a correção monetária, citando-se como exemplo o trabalho de Resende *et al.* (2008).

Rezende *et al.* (2008) citam o trabalho de González (1999) para relacionar efeitos que a inflação causa nas empresas e afirmam que em períodos com altos

índices de inflação as empresas investiam pouco na renovação de seus imobilizados pela baixa oferta de recursos no mercado financeiro.

Com o advento da correção monetária, esse aspecto tributário era ainda maior, pois o método de reconhecimento da inflação pelas empresas gerava em certas condições um ganho inflacionário, considerada base tributária, fator que poderia influenciar também na formação ou não de um ativo e o efeito dessa informação ao mercado de capital.

Antunes e Prociány (2001) investigaram, comparativamente, antes e depois do Plano Real, se uma variação nos ativos provocaria uma reavaliação das expectativas do mercado. Fizeram uso da variação do ativo permanente e do imobilizado como sinalização onerosa das decisões de investimento. Evidenciaram que o mercado de capitais pode reagir em função dos sinais emitidos pelas empresas de acordo com o momento econômico do país, e que pode ter ocorrido um aumento de eficiência do mercado depois do Plano Real. Os resultados apontam que as empresas, gestores e acionistas devam valorizar suas ações e que determinem o momento correto para buscar novos recursos para realizar investimentos. Buscando empréstimos para o início até a reação no preço das ações, para daí emitirem novas ações como fonte de captação de recursos.

Muanis (2004), verificou o comportamento do investimento fixo das empresas abertas com ações negociadas na Bolsa de Valores entre os anos de 1987 e 2001, e constatou que o aumento da inflação teve um efeito negativo no aumento do ativo imobilizado/PIB, pois um aumento das taxas inflacionárias impede um crescimento do ativo imobilizado/PIB e concluiu que altas taxas inflacionárias inviabilizam o crescimento do investimento.

2.4 ENDIVIDAMENTO

A opção de aumentar o Ativo imobilizado está intimamente relacionada com a decisão de financiamento seja ele com capital próprio, ou de terceiros.

Muanis (2004) analisou o comportamento do investimento fixo de origem nas contas nacionais ou internacionais de empresas abertas com ações negociadas na Bolsa de Valores entre os anos de 1987 e 2001. Utilizou os dados apresentados nas Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos com o propósito de mostrar a importância do investimento na economia, aplicando ferramentas analíticas e estatísticas para apurar os dados. Os resultados indicaram aumento do investimento em ativo imobilizado ao longo desses 16 anos, e o aumento da representatividade das companhias abertas na Formação Bruta de Capital Fixo e sugere a importância dessas companhias como investidoras.

Nesta pesquisa o tema endividamento é apresentado, pois foi avaliando o comportamento de imobilização e endividamento em dois cenários bastante diferentes: um período com inflação alta e incidência tributária no ganho inflacionário; e, por outro lado, em um cenário bem distinto, com inflação estabilizada e extinção da correção monetária, o país passou por momentos de crescimento e investimentos realizados nos mais diversos segmentos.

Batistella *et al.* (2007) analisaram a estrutura de capital das maiores empresas atuantes no Brasil avaliando a relação entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como determinante para a constituição do endividamento. Os resultados indicaram que enquanto o fator rentabilidade não é determinante para o nível de endividamento, os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das empresas, e,

também, que o fato dela ser de capital fechado ou aberto não afeta seu nível de endividamento.

Basso *et al.* (2006) analisaram a relação entre a estrutura de capital e as variáveis representativas de ativos intangíveis, como quantidade de patentes, tempo médio de vida das patentes e quantidade de marcas. Os resultados apontaram para a ausência de influência das patentes sobre o nível de endividamento das empresas analisadas.

Silva e Valle (2008) investigaram e compararam os endividamentos totais e de longo prazo das empresas brasileiras e americanas, no período de 1999 a 2003. Os resultados apontaram que tanto as empresas brasileiras quanto as americanas apresentaram, nas suas dívidas de curto e longo prazo no período uma proporção maior e crescente e uma superioridade das americanas sobre as brasileiras em termo de dívida de longo prazo. Em termos de dívidas totais, as empresas brasileiras se mostraram maiores que as americanas. As regressões evidenciaram que maior proporção de ativos como garantia resulta em maiores dívidas de curto e longo prazos. Constataram, também que empresas mais rentáveis e com altos valores em despesas com depreciação apresentam-se menos endividadas no curto e longo prazos e, por fim, que as mais endividadas no total são as empresas maiores.

Santos *et al.* (2009) investigaram os fatores determinantes na escolha das fontes de recursos de longo prazo utilizadas pelas empresas de capital aberto, não financeiras e ativas no mercado brasileiro. Da população de 356 empresas listadas foi analisada uma amostra de 40 delas. Os resultados apontaram que 13% das empresas consideraram o oportunismo, 50% adotam uma estrutura-meta de capital, 28% escolheram a teoria da hierarquia de fontes de recursos e 23% afirmam que os

custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital.

Amaral *et al.* (2007) estudaram os fatores determinantes da estrutura de capital das companhias abertas que atuam no mercado brasileiro utilizando como *proxies* de estrutura de capital e alavancagem os conceitos contábeis e de mercado e a comparação dos seus resultados. E os resultados de análise obtidos foram bastante consistentes com as teorias de *Pecking Order* e de *trade-off*.

Quanto a trabalhos internacionais que abordam a influência da inflação sobre o endividamento, a exemplo de Hochman e Palmon (1985), que estudaram os efeitos da inflação sobre o nível de endividamento, consideraram que as empresas eram iguais. Eles apontam duas formas do efeito da inflação sobre a estrutura de capital: um denominado “mudança de grupo” e o outro, “taxa crítica”. O primeiro diminui o endividamento das empresas e o segundo devido aos ganhos reais de impostos de financiamento de dívida, tende a aumentar a proporção.

Schall (1984) avaliou uma possível influência da inflação na tributação do ganho e perda de capital e na dívida, como também na política de dividendos e os efeitos na política corporativa da empresa. O autor verifica que o aumento dos empréstimos é originado pelo impacto dos impostos reais de acionistas, referindo-se ao efeito da perda e do ganho devido ao uso do ganho nominal, enquanto a redução nos empréstimos é o efeito dos juros oriundos dos impostos de devedores e credores ao utilizar os juros nominais.

Kim e Wu (1988) pesquisaram três efeitos da inflação em relação à estrutura de capital: o “Efeito Schal”, “Efeito Miller” e “Efeito DeAngelo e Masulis”. No primeiro, os autores relatam que o aumento do nível de dívida agregada das empresas é

provocado por ocorrer maior retorno sobre os títulos da dívida em relação às ações ocasionado pelo aumento da inflação; no segundo, que maiores retornos para os títulos corporativos, tributáveis em comparação aos títulos das dívidas municipais, não tributáveis, também são provocados pelo aumento na inflação. Já no terceiro, afirmam que a redução no nível de dívida agregada das empresas é ocasionada pelo aumento da depreciação provocada pelo aumento da inflação, que funcionava como um benefício fiscal.

Segundo os autores, quando os credores e devedores fazem um contrato nominal, de acordo com a inflação esperada e taxa de juro real, eles também afirmam que uma mudança na taxa de juros é provocada pela inflação inesperada, que provoca dessa forma a transferência de riqueza entre devedores e credores.

Noguera (2001) fez uso de quatro estudos denominados Efeitos Dammon, DeAngelo e Masulis, Miller e Schall, para avaliar a alavancagem financeira e a inflação sobre ela. E os resultados não foram conclusivos, e que a estrutura de capital não sofre efeito dominante de um deles.

Miller (1977) avaliou o nível de dívida, impostos e valor da empresa. Concluiu sobre a irrelevância das decisões de estrutura de capital, pois, segundo o autor, o valor da empresa independe da estrutura de capital, mesmo que os juros pagos sejam dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda da empresa.

Soares (2008) utilizou como variáveis de controle o risco Brasil, a taxa de Câmbio, o PIB e SELIC para avaliar o efeito da inflação sobre a estrutura de capital nas empresas listadas na BOVESPA entre os anos de 1996 e 2006. Os resultados indicaram que a inflação não influencia na estrutura de capital das empresas.

2.5 HIPÓTESES

Para averiguar o comportamento no endividamento e imobilização das empresas listadas na BOVESPA entre os anos de 1991 e 2000, foram formuladas duas hipóteses a serem testadas.

Acredita-se que no segundo grupo composto pelo período de 1996 a 2000 (período sem correção monetária) as empresas tenham adquirido mais imobilizado e apresentaram mais endividamento, em comparação ao primeiro grupo, do período 1991 a 1995, (intervalo com correção monetária), conseqüentemente tenham apresentado maiores índices de endividamento e imobilização em comparação ao outro grupo.

Este trabalho testará duas hipóteses:

H_0 (nula): Período sem correção monetária não difere do período com correção monetária quanto ao endividamento e imobilização.

H_1 (alternativa): O período sem correção monetária difere do período com correção monetária quanto ao endividamento e imobilização.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Por meio deste estudo buscou-se avaliar a média anual do nível de imobilização e do endividamento de empresas listadas na BOVESPA antes (período 1991-1995) e após (período 1996-2000) à extinção da correção monetária no Brasil. Para isso, seguiram-se as seguintes etapas: foram selecionadas as empresas com os valores dos seus ativos, imobilizados e dívidas, e calculados os índices de imobilização e endividamento; os índices por setor foram agrupados e foram aplicados métodos e análises adequadas a cada setor.

Para avaliar o efeito imediato da extinção da correção monetária no comportamento da imobilização e endividamento das empresas pesquisadas, foi feito um comparativo com pequenos grupos, ano a ano.

3.1 DADOS UTILIZADOS

Este trabalho é de natureza empírica. Utilizou-se o banco de dados da Economática® para selecionar os valores dos ativos, imobilizados e dívidas nos Balanços Patrimoniais de 175 empresas, dentre as 656 listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Dos 18 setores coletados, quatro foram considerados os mais importantes, pelo número de amostras que os compõem, e utilizados para a análise setorial. No total foram 1.722 registros, ao longo do período 1991-2000. Os dados relativos ao Produto Interno Bruto (PIB), Taxa básica de juros (SELIC) e Taxa de Câmbio da Moeda (CÂMBIO) foram coletados no site do IPEADATA.

3.2 ORGANIZAÇÃO E DESCRIÇÃO DOS MÉTODOS E TÉCNICAS POR CRITÉRIOS:

a) Critério econômico:

Para analisar o comportamento da imobilização e do endividamento das empresas, nos períodos com e sem correção, foram utilizadas duas técnicas: a da forma de relacionamento entre variáveis e a de comparação de duas médias populacionais.

Para o estudo da relação entre variáveis foram utilizados indicadores macro econômicos: Produto Interno Bruto (PIB), a Taxa básica de juros (SELIC), a Taxa de câmbio da moeda (CÂMBIO), por atenderem aos postulados da teoria econômica, ou seja, descreverem e explicarem adequadamente, imobilização e endividamento, fenômenos estudados nesta pesquisa. Estes são indicadores do crescimento econômico, das taxas de juros do mercado e da dinâmica do mercado externo.

Ceretta *et al.* (2009) corroboram com o trabalho de Biagni (2003), pois trazem as variáveis utilizadas neste trabalho para avaliarem as determinantes da estrutura de capital de empresas listadas na BOVESPA.

Com base na teoria econômica, foram também definidos, a priori, os sinais dos parâmetros. Assume-se aqui que, por definição, o Modelo é uma representação simplificada da realidade e que será estruturado com o intuito de permitir compreender o funcionamento parcial do comportamento das empresas em períodos com e sem a correção monetária, ou seja, mostrará apenas o que é relevante para a pesquisa, negligenciando em parte, todos os demais aspectos (MATOS, 2000).

b) Critério estatístico

Os dados foram tratados com a retirada dos efeitos de valores atípicos ou inconsistentes (*outliers*). Das 656 empresas listadas na BOVESPA foram eliminadas as empresas inativas, as financeiras e as com índices de imobilização e endividamento zero em mais de três anos consecutivos. As empresas foram alinhadas por setor dentro de cada período (o primeiro de 1991 a 1995 e o segundo de 1996 a 2000). Foram consideradas apenas as empresas existentes em todos os anos do período estudado.

Assume-se, a priori que os dados da amostra provêm de uma população com distribuição Normal. Para sumarizar e analisá-los foram adotados os aplicativos Stata®, EXCEL e Statistical Analysis System – SAS.

Para analisar o grau de relacionamento entre as variáveis explicativas, foi utilizada a análise de correlação linear de Pearson. Para testar as hipóteses sobre esse grau de relacionamento entre essas variáveis, foi empregado o coeficiente de correlação, simbolizados por r . Para esse teste de correlação foi utilizada a probabilidade de significância (p-valor) com a hipótese de que a verdadeira correlação da população em questão é zero.

Para explicar a forma de relacionamento entre as variáveis foi utilizada a análise de regressão linear múltipla, na qual essa relação foi expressa sob a forma de modelo matemático clássico. As estatísticas de avaliação foram obtidas através da análise de variância, sendo o Coeficiente de determinação (R^2) para testar o ajuste do modelo; a estatística F para testar o efeito conjunto das variáveis explicativas sobre a dependente para testar a significância dos parâmetros estimados ou a hipótese de que o parâmetro é igual a zero foi utilizada a estatística t de Student. Para todo o estudo foi considerado o nível de 5% de significância.

Para avaliar o impacto do fim da correção monetária no comportamento das empresas, preliminarmente, foram executados dois modelos clássicos de regressão linear: o primeiro analisa o impacto com base no imobilizado sobre o ativo total, o segundo analisa o endividamento sobre o ativo total.

Ambos têm como variáveis dependentes, a razão do Imobilizado sobre Ativo (IMOB_AT) e a razão do Endividamento sobre o Ativo (DIV_AT), respectivamente; e como variáveis explicativas: o PIB, a SELIC, o CÂMBIO, e a variável D_INDEX (dummy) que define o período antes e após a extinção da correção monetária no Brasil.

Modelo 1: Imobilizado sobre Ativo Total

$$imob_at_t = f(d_{index}^+, pib^+, selic^-, câmbio^+, \varepsilon^\pm)$$

$$imob_at_t = \beta_0 + \beta_1 d_index_t + \beta_2 pib_t + \beta_3 selic_t + \beta_4 câmbio_t + \varepsilon_t$$

Modelo 2: Endividamento sobre Ativo Total

$$div_at_t = f(d_{index}^+, pib^+, selic^-, câmbio^+, \varepsilon^\pm)$$

$$div_at_t = \beta_0 + \beta_1 d_index_t + \beta_2 pib_t + \beta_3 selic_t + \beta_4 câmbio_t + \varepsilon_t$$

Onde:

- t: denota o período de tempo de análise no caso de 1991 a 2000;
- β_0 : refere-se ao intercepto;
- β_1 a β_5 : coeficiente angular de cada variável explicativa do modelo;
- IMOB_AT: relação do imobilizado sobre o ativo total, calculado com base nos balanços das 175 empresas analisados no tempo t.
- DIV_AT: relação da dívida sobre o ativo total, calculado com base nos balanços das 175 empresas analisados no tempo t.

Variáveis explicativas utilizadas:

- D_INDEX: variável dummy que modela o corte transversal para análise *ex-antes* e *ex-post* ao fim da correção monetária, no qual 0 representa o período em que havia correção monetária e 1 a ausência desta correção;
- PIB: variável em unidade percentual que representa a variação real do produto interno bruto;
- SELIC: variável em unidade percentual que representa a média da taxa básica de juros;
- CÂMBIO: variável em unidade índice, com base 100 em 2005, que representa a variação do câmbio (R\$/Dólar) médio.

Para complementar o estudo da forma de relacionamento e para sustentar a hipótese de que os dois períodos são distintos foi empregada uma segunda técnica: o teste T.

Foi utilizado o Modelo Linear Múltiplo para avaliar o comportamento do nível de endividamento e imobilização nos quatro principais grupos de empresas.

Para este teste presumiu-se que os dois conjuntos de dados são provenientes de distribuições com as mesmas variâncias. No seu cálculo e no da correlação linear utilizou-se do pacote estatístico SAS. Neste pacote, o procedimento Proc TTest desempenha um teste de hipótese para checar se as médias de duas populações são iguais. Uma estatística T para o teste foi calculada, assumindo-se que as variâncias são iguais para os dois grupos. Outra estatística T aproximada foi calculada, assumindo que as variâncias são diferentes. Para testar a igualdade das variâncias usou-se o cálculo de uma estatística F. Para cada uma das estatísticas T e F foram associados os respectivos graus de liberdade e probabilidades de significância (p-valor).

c) Critério econométrico

Para verificar a presença de multicolinearidade, utilizou-se o teste de Farrar e Glauber (MATOS, 2000). A estatística X^2 para a realização do teste de Farrar e Glauber tem distribuição qui-quadrado com $[k(k-1)]/2$ graus de liberdade. Com o uso da planilha de cálculo Excel será calculada por meio da seguinte fórmula:

$$X^2 = -[n - 1 - (1/6 * (2k + 5))] * \ln \det A$$

Onde:

n = tamanho da amostra

k = número de variáveis explicativas

\ln = logaritmo neperiano

\det = determinante

$$A = \begin{bmatrix} 1 & r_{12} & \dots & r_{1k} \\ r_{21} & 1 & \dots & r_{2k} \\ \vdots & & & \vdots \\ r_{k1} & r_{k2} & \dots & 1 \end{bmatrix}$$

r_{ij} = coeficiente de correlação linear simples entre X_i e X_j

Utilizou-se o teste proposto por Durbin-Watson (MATOS, 2000) para testar a presença de autocorrelação serial ou dependência temporal dos valores sucessivos dos resíduos, ou seja, se os resíduos são correlacionados entre si.

Capítulo 4

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS

Na tabela 4 são apresentadas estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Percebe-se que a média do Índice de Endividamento (DIV_AT) no período antes da extinção da correção monetária (DIV_AT = 0,4004) era inferior à do período posterior (DIV_AT = 0,6239). Para o índice imobilizado (IMOB_AT) que de 0,4921 reduziu-se para 0,4364, ocorreu o contrário. Para ambos os índices a maior dispersão dos dados foi registrada no segundo período. Esse fato indica que a extinção da correção monetária mudou o comportamento das empresas.

TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS ANTES E APÓS A CORREÇÃO MONETÁRIA

Variáveis	Média	Desvio padrão	Número registros
Dívida / Ativo Total (DIV_AT)	0,5120	0,4218	1722
Período antes	0,4004	0,2547	862
Período após	0,6239	0,5162	860
Imobilizado / Ativo Total (IMOB_AT)	0,4641	0,2102	1702
Período antes	0,4921	0,2041	845
Período após	0,4364	0,2126	857
PIB	2,5110	2,0663	875
SELIC	7,7500	9,7697	875
CÂMBIO	104,248	6,3945	875

Fonte: Elaborada pelo autor

Na tabela 5 são apresentados níveis da relação entre as variáveis explicativas. Observa-se alto grau de correlação ($r = -0,6641$) entre as variáveis D_INDEX e a SELIC, variáveis essas de grande importância teórica para o modelo. Os demais graus de correlações podem ser considerados de moderados a fracos, exceto a relação entre D_INDEX e SELIC, todas as demais correlações não foram

significativas ao nível de 5% de significância, o que justifica a escolha das variáveis explicativas consideradas no modelo.

TABELA 5: GRAU DE CORRELAÇÃO E P-VALOR DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Variáveis	D_INDEX	PIB	SELIC	CÂMBIO
D_INDEX	1			
PIB	-0,2348 (0,5138)	1		
SELIC	-0,6641 (0,0362)	0,2554 (0,4764)	1	
CÂMBIO	0,4355 (0,2084)	-0,0122 (0,9733)	-0,0843 (0,8168)	1

Fonte: Elaborada pelo autor

4.2 ANÁLISE GERAL E POR SETOR DO COMPORTAMENTO DO IMOBILIZADO E DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS

4.2.1 Teste Univariado

a) Período: cinco anos antes e após a extinção da correção monetária

No primeiro período, de 1991 a 1995, a média do imobilizado/ativo foi de 0,4921, enquanto a média do período 1996 a 2000 foi de 0,4364. A Figura 2 demonstra que houve uma pequena redução do imobilizado/ativo por parte das empresas após o fim da correção monetária.

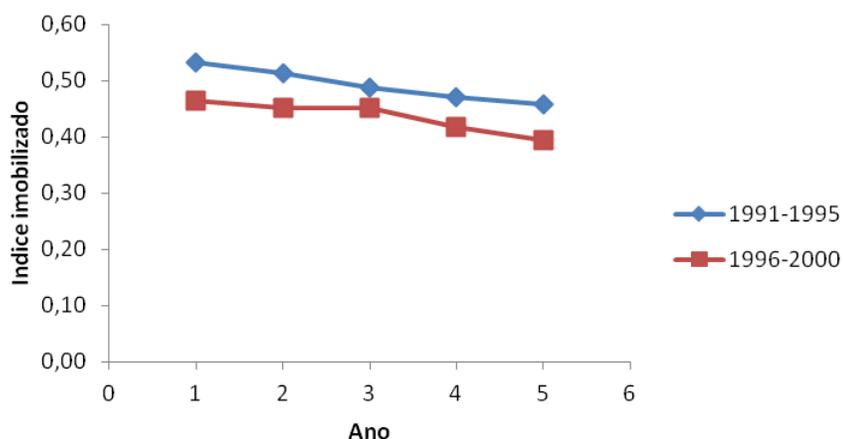


Figura 2 - Índice imobilizado nos períodos 1991-1995 e 1996-2000

Fonte: Elaborada pelo autor

Quanto ao endividamento no período de 1991 a 1995 a média foi de 0,4004 contra 0,6239 da média do período 1996 a 2000. Observa-se que na Figura 3 houve um deslocamento positivo da curva do índice endividamento por parte das empresas após o fim da correção monetária.

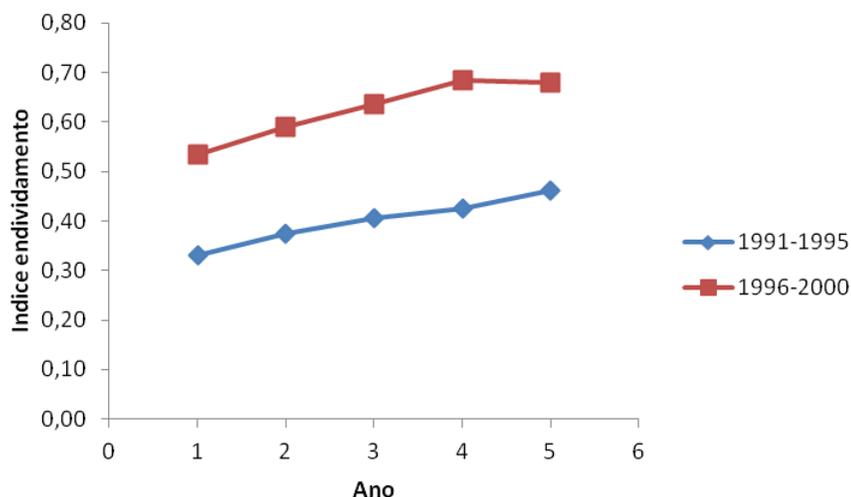


Figura 3 - Índice de endividamento nos períodos 1991-1995 e 1996-2000
Fonte: Elaborada pelo autor

Na Tabela 6 comparam-se as médias dos dois períodos tanto para DIV_AT como para IMOB_AT. No teste da igualdade de variâncias somente para a variável imobilizado/ativo as variâncias não foram diferentes significativamente ($F = 1,09$ p-valor = 0,2320), ao nível de 5% de significância. Nesse nível de significância há diferença significativa entre as médias dos dois períodos tanto para DIV_AT QUANTO para IMOB_AT.

TABELA 6: ANÁLISE DOS PERÍODOS COM E SEM CORREÇÃO MONETÁRIA

Variável	GL	t valor	Pr> t	F valor	Pr>F
DIV_AT	1253	-11,39	<0,0001	4,11	<0,0001
IMOB_AT	1700	5,50	<0,0001	1,09	0,2320

Fonte: Elaborada pelo autor

Esses resultados pelo teste T sugerem que a ausência da correção monetária influenciou no nível de imobilização e no de endividamento das empresas. Aceita-se

o pressuposto de que após a extinção da correção monetária as empresas apresentariam diferentes níveis de imobilização e de endividamento.

b) Grupos de pequenos períodos

Na Tabela 7 apresentam-se os resultados da análise do efeito imediato, que demonstra que o endividamento em todos os anos aumentou, corroborando com a Hipótese. Quanto ao nível de imobilizado, observou-se que nos dois últimos grupos (1992/1995 com 1996/1999) e (1991/1995 com 1996/2000) ocorreu redução estatisticamente significativa, contrariando a hipótese formulada. No entanto, nos dois primeiros grupos (1995 com 1996) e (1994/1995 com 1996/1997), mesmo que não significativo estatisticamente, a média aumentou conforme hipótese, de 0,442 para 0,464 e de 0,451 para 0,458 respectivamente.

TABELA 7: TESTE t PARA IGUALDADE DAS MÉDIAS ANTES E DEPOIS DA CORREÇÃO MONETÁRIA, POR GRUPO DE ANOS

Grupo	Variável	Média		t valor	Pr > t	Igualdade da Variância Pr > F
		Antes	Depois			
1995 com 1996	DIV_AT	0.455	0.546	-2.43	0.0155	0.0165
	IMOB_AT	0.442	0.464	-0.96	0.338	0.6719
94-95 com 96-97	DIV_AT	0.438	0.583	-4.92	<.0001	<.0001
	IMOB_AT	0.451	0.458	-0.42	0.6752	0.6845
93-95 com 96-98	DIV_AT	0.426	0.608	-6.76	<.0001	<.0001
	IMOB_AT	0.457	0.454	0.26	0.7915	0.8647
92-95 com 96-99	DIV_AT	0.413	0.642	-8.84	<.0001	<.0001
	IMOB_AT	0.468	0.444	2.08	0.0373	0.6825
91-95 com 96-2000	DIV_AT	0.394	0.677	-7.45	<.0001	<.0001
	IMOB_AT	0.474	0.427	4.46	<.0001	0.7258

Fonte: Elaborada pelo autor

DIV_AT= DIVIDA / ATIVO TOTAL

IMOB_AT=IMOBILIZADO/ATIVO TOTAL

4.2.2 Modelo linear múltiplo

a) Para o índice imobilizado/ativo total obteve-se o seguinte modelo linear:

$$\text{IMOB_AT} = 0,6970 - 0,0420\text{D_INDEX} - 0,0081\text{PIB} + 0,0009\text{SELIC} - 0,0019\text{C\^A} \text{MBIO}$$

Pelo teste F ($F = 4,5198$; $P\text{-valor} = 0,0646$) rejeita-se a hipótese H_0 ao nível de significância de 5%. Ao nível de 10% de significância os coeficientes são, em conjunto, estatisticamente diferentes de zero. O valor de R^2 encontrado foi de 0,7833 o que significa afirmar que 78,3% da variação total do imobilizado/ativo são explicadas pelas variáveis: D_INDEX, PIB, SELIC e CÂMBIO.

Pelo teste “t” verificou-se que, exceto a interseção, todos os outros não foram significativos ao nível de significância de 5 % (Tabela 8).

TABELA 8: PARÂMETROS ESTIMADOS DO IMOBILIZADO

<i>Variáveis</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>T</i>	<i>P-valor</i>
Interseção	0,6970	0,1468	4,7474	0,0051
D_INDEX	-0,0420	0,0254	-1,6497	0,1599
PIB	-0,0081	0,0041	-1,9851	0,1039
SELIC	0,0009	0,0012	0,7826	0,4693
CÂMBIO	-0,0019	0,0015	-1,2817	0,2561

Fonte: Elaborada pelo autor

A variável D_INDEX representa a análise *seccional* da correção monetária, visando captar o efeito temporal. O coeficiente -0,0420 indica que no período em que não havia a correção, o imobilizado sobre o ativo reduzia nesta proporção, o que discorda com o sentido esperado de variação desta variável. É importante ressaltar que, para este estudo, o período com correção monetária, indicado pela variável D_INDEX, não tenha efetivamente causado efeito significativo ($p\text{-valor} = 0,1599$) sobre o imobilizado/ativo.

Diversos fatores, como o tamanho da amostra (10 anos), podem ter levado a não significância desse efeito e também dos efeitos das demais variáveis explicativas. Ao verificar as possíveis causas, observa-se que elas não foram detectadas pelos métodos utilizados nos cálculos da multicolinearidade e nem da autocorrelação serial. Mas, diante da não significância das variáveis explicativas com sinais incorretos para algumas delas, atribui-se a um problema de multicolinearidade. Possivelmente, o Teste de Farrar e Glauber não o tenha

detectado devido as suas limitações. Conforme Matos (2000), citando Wihers, o teste para verificar a extensão da multicolinearidade não é confiável se a distribuição subjacente não for normal, o que pode ocorrer, por exemplo, no caso de o modelo incorporar variáveis dummies (ou seja, como é o caso deste estudo).

Para verificar a extensão da multicolinearidade, o Teste de Farrar e Glauber mostrou que para 10 graus de liberdade e nível de significância de 5%, o valor crítico tabelado é $X_c^2 = 18,31$. Portanto, como X_c^2 é maior que X^2 calculado ($X^2 = 6,622$) aceita-se, ao nível de 5% de significância, a hipótese nula de ausência de multicolinearidade. O que contrário ao teste T confirma a importância das variáveis explicativas incluídas na equação do modelo.

A tabela de valores críticos da estatística de Durbin-Watson (d) para nível de significância de 5%, quatro variáveis explicativas e $n = 10$ fornece o limite inferior $d_l = 0,376$ e o limite superior $d_u = 2,214$. Como o d calculado, $d_c = 1,8805$, está entre os dois limites, d pertence a região não conclusiva, isto é, não se pode aceitar nem rejeitar a hipótese de ausência de autocorrelação serial. Este é um efeito possivelmente causado pelo tamanho da amostra. Como $d = 1,8805$ se aproxima de 2, aceita-se a hipótese da ausência da autocorrelação. Esse resultado também confirma a boa especificação da forma matemática e a não omissão de alguma variável explicativa importante.

b) Quanto ao índice de endividamento, determinou-se o seguinte modelo:

$$DIV_AT_t = -0,00334 + 0,1864D_INDEX + 0,0075PIB - 0,0017SELIC + 0,0043C\grave{A}MBIO$$

O teste F ($F = 9,5938$; P-Valor = 0,0145) comprovou que os coeficientes são, em conjunto, estatisticamente diferentes de zero ao nível de significância de 5%. O valor de R^2 encontrado foi de 0,8847, o que significa dizer que 88,5% da variação

total do endividamento/ativo são explicados pelas variáveis D_INDEX, PIB, SELIC e CÂMBIO.

Pelo teste “T” verificou-se que exceto o parâmetro da variável D_INDEX todos os outros não foram significativos ao nível de significância de 5 % (Tabela 9).

TABELA 9: PARÂMETROS ESTIMADOS DO ENDIVIDAMENTO

<i>Variáveis</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>P-valor</i>
Interseção	-0,0334	0,338053	-0,09879	0,925145
D_INDEX	0,1864	0,058582	3,181196	0,024505
PIB	0,0075	0,009436	0,792528	0,463979
SELIC	-0,0017	0,00271	-0,62176	0,561347
CAMBIO	0,0043	0,003424	1,251743	0,266032

Fonte: Elaborada pelo autor

Assim como no modelo anterior, outros fatores podem ter influenciado para essa não significância da maioria das variáveis explicativas. As possíveis causas não foram detectadas pelos métodos utilizados nos cálculos da multicolinearidade e nem na autocorrelação serial. No entanto, diante da não significância das variáveis explicativas, entende-se que, possivelmente, seja um problema da multicolinearidade.

A tabela de valores críticos da estatística de Durbin-Watson (**d**) para nível de significância de 5%, quatro variáveis explicativas e $n = 10$ fornece o limite inferior $d_l = 0,376$ e o limite superior $d_u = 2,214$. Como o **d** calculado, $d_c = 1,8919$, esta entre os dois limites, **d** pertence a região não conclusiva, isto é, não se pode aceitar nem rejeitar a hipótese de ausência de autocorrelação serial. Este é um problema possivelmente causado pelo tamanho da amostra. Como **d = 1,8919** se aproxima de 2, aceita-se a hipótese da ausência da autocorrelação.

A variável D_INDEX de coeficiente positivo (0,1864) demonstra que no período em que não havia correção monetária a dívida sobre o ativo aumentou nesta proporção, confirmando o sentido esperado de variação deste elemento. Ressalta-se

que, ao contrário do que ocorreu no imobilizado/ativo, o período com correção monetária, indicado por essa variável dummy, efetivamente causou efeito significativo (p -valor = 0,0245) sobre o endividamento (Tabela 9).

Os sinais das variáveis PIB e CÂMBIO foram como esperados, confirmando que essas variáveis têm poder explicativo sobre a DIV_AT. Esta relação direta sugere que o bom nível da atividade econômica reflete positivamente nos investimentos e no aumento da capacidade produtiva das empresas. CÂMBIO positivo indica que a dívida cresce quando o real se desvaloriza. Como a maioria das empresas pertencentes à amostra é exportadora, este comportamento é o esperado.

Por outro lado, o sinal negativo da SELIC demonstra que com o efeito da inflação a relação cai, ou seja, se a inflação aumenta, a incerteza da economia freia os investimentos. Em suma, o modelo reflete o que se esperava na relação com a variável dependente.

4.2.3 Análise Setorial

4.2.3.1 Análise setorial dos parâmetros estimados

Em relação à análise de igualdade das médias dos períodos com e sem correção monetária, especificamente para os setores Química, Siderurgia & Metalurgia, Têxtil e Veículos & Peças, observou-se que, somente para os setores Química e Siderurgia & Metalurgia, a ausência da correção monetária não influenciou no nível do imobilizado/ativo, a um nível de 5% de significância (Tabela 10).

TABELA 10: ANÁLISE DOS PERÍODOS COM E SEM CORREÇÃO MONETÁRIA POR SETOR

Variável	Setor	GL	t valor	Pr> t	F valor	Pr>F
DIV_AT	Química	177	-7,30	<0,0001	1,57	0,0312
	Siderurgia e Metalurgia	206	-4,47	<0,0001	5,53	<0,0001
	Têxtil	135	-4,84	<0,0001	3,39	<0,0001
	Veículos e peças	100	-4,50	<0,0001	10,77	<0,0001
IMOB_AT	Química	177	1,25	0,2117	1,30	0,2243
	Siderurgia e Metalurgia	307	1,93	0,0549	1,13	0,4506
	Têxtil	176	2,84	0,0050	1,45	0,0845
	Veículos e peças	165	2,20	0,0294	1,24	0,3327

Fonte: Elaborada pelo autor

4.2.3.2 Modelo linear múltiplo por setor

A análise dos resultados dos quatro grupos de empresas mostra que em todos eles o endividamento aumentou após o fim da correção monetária, enquanto o imobilizado reduziu (TABELA 11). Esse comportamento confirma os resultados apurados na análise do modelo geral.

TABELA 11: PARÂMETROS ESTIMADOS DO IMOBILIZADO E ENDIVIDAMENTO POR SETOR

Variáveis	Sinal	Imobilizado				Endividamento			
		Química	Sid. & Metalurgia	Têxtil	Veículos	Química	Sid. & Metalurgia	Têxtil	Veículos
INTERSEÇÃO		0.81036 (0.0096)	0.71178 (0.0067)	0.69231 (0.0073)	0.64993 (0.0040)	0.11361 (0.6943)	-0.07592 (0.9062)	0.7560 (0.8945)	-1.34224 (0.1999)
D_INDEX	+	-0.11411 (0.9098)	-0.04336 (0.1783)	-0.02086 (0.4832)	-0.05461 (0.0587)	0.19999 (0.0082)	0.28646 (0.0429)	0.22184 (0.0645)	0.24762 (0.1769)
PIB	+	-0.01115 (0.1008)	-0.01234 (0.0396)	-0.00970 (0.0806)	-0.00845 (0.0660)	0.01133 (0.1968)	0.00164 (0.9272)	0.00477 (0.7650)	0.02546 (0.3618)
SELIC	-	0.00173 (0.3269)	0.00032951 (0.8073)	0.00247 (0.1109)	0.000870 (0.4389)	0.00039982 (0.8621)	-0.00101 (0.8444)	-0.00123 (0.7878)	-0.00789 (0.3286)
CÂMBIO	+	-0.00299 (0.1981)	-0.00146 (0.4089)	-0.00196 (0.2779)	-0.00145 (0.3185)	0.00166 (0.5752)	0.00506 (0.4522)	0.00307 (0.6002)	0.01904 (0.0936)
R ²		0,3556	0,5520	0,6081	0,7293	0,8158	0,68,72	0,6056	0,6897

Fonte: Elaborada pelo autor

A variável D_INDEX representa a análise *seccional* da correção monetária, visando captar o efeito temporal. Na tabela 11, observa-se que a D_INDEX, tanto para imobilizado como para endividamento apresentou o mesmo comportamento do modelo geral. No imobilizado os coeficientes -0,11411; -0,04336; -0,02086; -0,05461 dos Setores Química, Siderurgia & Metalurgia, Têxtil e Veículos respectivamente,

indicam que no período em que não havia a correção monetária o imobilizado sobre o ativo reduzia nessas respectivas proporções, o que discorda com o sentido esperado de variação desta variável. Observa-se, também, que apenas para o setor Veículos essa variável D_INDEX apresentou efeito significativo ao nível de 10%.

Quanto ao endividamento, os coeficientes 0,19999; 0,28646; 0,22184; 0,24762 dessa mesma D_INDEX indicam que, no período em que não havia a correção monetária, a dívida sobre o ativo aumentava nesta proporção, o que concorda com o sentido esperado de variação desta variável. Aqui, ao contrário do imobilizado, que apenas para o setor Veículos essa variável D_INDEX não apresentou efeito significativo ao nível de 10%.

Exceto para o setor de química, onde o modelo do imobilizado apresentou o $R^2 = 0,3556$, os demais mostram que mais de 50% da variação total do imob/ativo e da dívida/ativo são explicadas pelas variáveis D_INDEX, PIB, SELIC e CÂMBIO.

Capítulo 5

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar o comportamento do endividamento e da imobilização das empresas e, para isso, foram utilizados como parâmetros a inflação e a correção monetária. São muitos os estudos sobre a influência dessas variáveis nas informações contábeis, sobre as decisões das companhias, e o efeito da tributação nessas decisões, temas bastante disseminados na pesquisa internacional, como exemplo, os trabalhos de Gropp (2002) e Cloyd *et al.* (1997).

Os resultados apontaram que o endividamento das empresas aumentou com a extinção da correção monetária, enquanto o nível de imobilização decresceu com a suspensão dessa prática.

Quanto ao efeito imediato, o nível de endividamento em todas as situações (1, 2, 3, 4 e 5 anos) apresentou aumento como esperado; já o nível de imobilização mostrou redução na comparação em 5 anos antes e em 5 anos após, e aumento na comparação de um, dois e três anos, antes e após. Isso vem demonstrar que imediatamente após a extinção da prática da correção monetária no Brasil as empresas aumentaram seus imobilizados e seus níveis de endividamento.

Com relação à pergunta chave desta pesquisa -se o nível de imobilização e de endividamento é diferente em períodos com e sem correção monetária- os resultados indicam que o nível de imobilização e de endividamento é diferente em períodos com e sem correção monetária.

Em relação à análise dos períodos com e sem correção, para os setores: Química, Siderurgia & Metalurgia, Têxtil e Veículos & Peças, mostrou que, só para

os setores Químicos e Siderurgia & Metalurgia, a ausência da correção monetária não influenciou no nível do imobilizado/ativo, a um nível de 5% de significância. Ao confirmar os resultados apurados na análise geral, a análise dos resultados nos quatro principais grupos de empresas, mostrou que em todos eles o endividamento aumentou após o fim da correção monetária enquanto o imobilizado reduziu.

O propósito das funções estimadas foi utilizado meramente como instrumento de apoio, para medição do comportamento do fenômeno correção monetária. Certo de que essa pesquisa não esgota os questionamentos que cercam o tema, sugere-se que nos próximos estudos busque ampliá-la, adicionando outras variáveis ou melhorando a eficiência dos parâmetros estimados. E que futuros trabalhos utilizem informações tributárias para inferir sobre a influência destes nas decisões empresariais para melhorar os achados nesta pesquisa.

O nível de imobilização e do endividamento na época da prática da correção monetária provocava efeitos tributários, daí a importância de avaliar o comportamento dessas variáveis, com e sem essa prática. Espera-se que esse trabalho contribua para a manutenção da pesquisa e chame a atenção para a importância do tema *“efeito dos tributos nas decisões empresariais”*.

As dificuldades e limitações deram-se na escolha das variáveis, na seleção, coleta, tratamento e análise dos dados e na formatação dos modelos a serem aplicados.

REFERÊNCIAS

AARON, H. Inflation and the income tax. **The American Economic Review**, v. 66, p. 193-199, 1976.

AMARAL, A. C. et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999 – 2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, maio/ago. 2007.

AMBROZINI, M. A.; BONACIM, C. A. G.; NETO, A. A. 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. **Qualit@s Revista Eletrônica**, João Pessoa (PB), v. 7, n. 2, p. 1-17, 2008.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. A Influência do plano real nas decisões de investimento das empresas. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO (ENEGEP), 21., 2001, Salvador (BA). **Anais...** Salvador: ABEPRO, 2001. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2001_TR34_0924.pdf>. Acesso em: 02 jul. 2011.

BASSO, L. F. C. et al. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.

BATISTELLA, F. D.; BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J. Fatores determinantes da estrutura de capital as maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

BIAGNI, F. L. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel**. 140 f. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Rio de Janeiro, 2003.

BOMBERGER, W. A; MAKINEN, G. E. Indexation, inflationary finance, and hyperinflation: the 1945-1946 hungarian experience. **Journal of political economy**, v. 88, p.550-560, 1980.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**. Brasília, 26 dez. 1995. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislação/Leis/Ant2001/Lei924995.htm-44k>>. Acesso em: 01 abr. 2009.

CERETTA, P. S.; VIEIRA, K. M.; FONSECA, J. L. e TRINDADE, L. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao Ibovespa no período de 1995 a 2007. **REGE Rev. Gest. [online]**. 2009, vol.16, n.4, pp. 29-43.

CICCARELLI, M.; MOJON, B. Global inflation. **The Review of Economics and Statistics**, v. 92, p. 524-535, 2010.

CLOYD, C.B.; LIMBERG, S.; ROBINSON, J. The impact of federal taxes on the use of debt by closely held corporations. **National Tax Journal**, Washington, v.50, n° 2, p. 261-277, 1997.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Jornal of Financial Economics**, v. 8, p. 3-29, 1980.

GONZÁLEZ, P. **Revisão crítica do sistema de correção monetária vigente na Colômbia sob uma perspectiva da técnica desenvolvida no Brasil**. 1999. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia e Administração – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

GROPP, R. E. Local taxes and capital structure choice. **International Tax and Public Finance**, Boston, v. 9. p. 51-71, 2002.

HANLON, M.; HEITZMAN, S. A review of tax research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 127-178, 2010.

HOCHMAN, S.; PALMON, O. The impact of inflation on the aggregate debt-asset ratio. **journal of finance**, v. 40, n. 4, p. 1115-1125, 1985.

HOFFMANN, E. P. T.; NOSSA, V. Os Efeitos proporcionados pelo não reconhecimento da correção monetária de balanço: o caso da UNICAFÉ. In: CONGRESSO USP, 4., 2004, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

IPEADATA. **Macroeconômico, regional, social**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 25 jun. 2011.

IUDÍCIBUS, S.; POHLMANN, M. C. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 21, n. 53, 2010.

_____. **Tributação e política tributária: uma abordagem interdisciplinar**. São Paulo: Atlas, 2006. v. 1. 182 p.

KIM, M. K.; WU, C. Effects on inflation on capital structure. **The Financial Review**, v. 23, p. 183-200, 1988.

LIMA, G. A. F. de et al. Um estudo empírico sobre o fim da correção monetária integral e seu impacto na análise das demonstrações contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba (PR). **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

- LUNA, L.; MURRAY, M. N. The effects of state tax structure on business organizational form. **National Tax Journal**, v. 63, p. 995-1022, 2010.
- MATIAS, J. R. **Correção monetária**. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura, p. 127, 1972.
- MATOS, O. C. de. **Econometria básica: teoria e aplicações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- MILLER, M. Debt and taxes. **Jornal of Finance**, v. 32, p. 261-257, 1977.
- MILTO, F. Monetary correction: In essays on inflation and indexation. Washington, D.C.: **American Enterprise Institute**, 1974.
- MORAES, R. C. .As hiperinflações e o caso brasileiro. **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre,RS, v. 21, n. 4, p. 145-152, 1994.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, p. 28-30, 1984.
- MUANIS, M. L. C. **O Investimento fixo das empresas registradas para negociação em bolsa de valores: 1987-2002**. 166 f. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). PUC-RJ, Rio de Janeiro. 2004.
- NEVES, S.; VICECONTI, P. E. V. **Contabilidade avançada e análise das demonstrações financeiras**. 13. ed. São Paulo: Frase Editora, 2004.
- NOGUERA, J. Inflation and capital structure. **Working paper**, n. 180, nov. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=289546>>. Acesso em: 15 maio 2011.
- REZENDE, A. J. et al. A relevância da informação contábil no mercado de ações brasileiro: uma análise informação societária e informação corrigida. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.
- _____. Um estudo sobre o processo de desinstitucionalização das práticas contábeis de correção monetária em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, v. 20, n. 50, 2009.
- SALOTTI, B. M. et al. Um estudo empírico sobre o fim da correção monetária integral e seu impacto na análise das demonstrações contábeis: uma análise setorial. **Revista Eletrônica Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 9, n. 2, 2006.
- SANTOS, C. M.; PIMENTA JÚNIOR, T.; CICONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração**, v. 44, n. 1, p. 70-81, jan./mar. 2009.
- SAS INSTITUTE. **SAS user's guide: statistics**. 5. ed. Cary (NC): SAS, 1982. p. 95.

SCHALL, L. D. Taxes, inflation and corporate financial policy. **Jornal of Finance**, p. 105-126, 1984.

SCHOLES, M.S. et al. **Taxes and business strategy**: a planning approach. 3. Ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2004.

SILVA, A. F.; VALLE, M. R. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba (PR), v. 12, n. 1, p. 201-229, jan./mar. 2008.

SOARES, Patrícia de Carvalho Diniz. **O efeito da inflação sobre a estrutura de capital das empresas**: uma análise pós Plano Real. 2008. 36 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.