



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA – CAEN
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA**

FRANCISCO AMÉRICO SALES LESSA

**OS DETERMINANDES DOS LUCROS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE
CAPITAL ABERTO NOS GOVERNOS FHC X LULA**

**FORTALEZA
2008**

FRANCISCO AMÉRICO SALES LESSA

**OS DETERMINANDES DOS LUCROS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE
CAPITAL ABERTO NOS GONVERNOS FHC X LULA**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Emerson Luís Lemos Marinho

**FORTALEZA
2008**

FRANCISCO AMÉRICO SALES LESSA

**OS DETERMINANDES DOS LUCROS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE
CAPITAL ABERTO NOS GOVERNOS FHC X LULA**

Dissertação submetida à Coordenação do
Curso de Pós-Graduação em Economia –
Mestrado Profissional – da Universidade
Federal do Ceará, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Mestre em Economia.

Aprovada em: 09/05/2008

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Emerson Luís Lemos Marinho
Orientador

Prof. Dr. Fabrício Carneiro Linhares
Membro

Prof. Dr. Maurício Benegas
Membro

AGRADECIMENTOS

Este trabalho somente se tornou realidade graças à colaboração de todos, sendo estes amigos, professores, alunos, colegas de trabalho e de estudos, familiares, que de uma forma ou de outra, contribuíram para que esse sonho se tornasse uma realidade.

Faz-se necessário citá-los, nominalmente, cada um, para expressar a minha mais profunda e sincera gratidão e reconhecimento, sem dúvida, correria o risco de cometer um ato grosseiro, um lapso, pois muitos foram os que acreditaram neste trabalho e se dispuseram a colaborar.

Entretanto, alguns fazem parte intrinsecamente de seus corpos e citá-los é dever para que, na essência, fique completo.

Assim, faço menção especial de agradecimento ao Professor Doutor Emerson Luís Lemos Marinho, pela orientação segura, firme e sincera, em todas as etapas, com competência, sensibilidade, atenção e extrema sabedoria, possibilitando-me a construção de um trabalho digno.

Ao Professor Flávio Ataliba F. D. Barreto, coordenador do Curso de Mestrado Profissional, através do qual agradeço a todos os professores, funcionários e alunos do CAEN.

À minha querida esposa, Waleska, e a minha filhota Camille, que souberam compreender às minhas “ausências”, pelas várias horas de estudos dedicadas para a elaboração deste trabalho.

Aos meus pais Sebastião e Socorro, a quem dedico esse trabalho, os mais sinceros agradecimentos, pelos seus ensinamentos, desde os meus primeiros anos, cuja lembrança é uma benção que me transborda os pensamentos de outrora.

RESUMO

O crescimento mundial é notório, há mais de uma década o crescimento mundial vem dando sinais de uma pujança em todos os setores. Com isso o Brasil veio a si amoldar desde a criação do plano real, mostrando-se de forma efetivada esse crescimento a partir do início do governo Lula. As empresas nunca lucraram tanto, quanto nos últimos anos, assim demonstram as pesquisas publicadas pelo IPEA e ECONOMÁTICA. Esse crescimento elevou as importações mundiais o um constante crescimento, influenciado pela quebra das barreiras econômica e a formação da aldeia global. A confiança depositada no Brasil pelos investidores internacionais, alavancando o valor de diversas empresas de capital aberto. Somente no primeiro mandato do Governo Lula, o lucro das empresas de 19 setores da economia representou um incremento de 246%, onde esses lucros saltaram de R\$ 67,2 do governo de FHC para R\$ 232,9 bilhões nos primeiros quatro anos do governo Lula, observou a consultoria Economática. Várias foram os fatores que determinaram esse saldo nos lucros, sejam de ordem política fiscal ou monetária. O crescimento das linhas de crédito, o fomento na produção e as grandes descobertas no campo dos combustíveis renováveis e não renováveis, elevaram o grau de confiança do Brasil junto às agências internacionais de gestão de risco.

Palavras-chave: Determinantes, Lucro das Empresas, Governo FHC x LULA.

ABSTRACT

Global growth is striking, since more than a decade global growth gives signs of strength in all sectors. As such Brazil came to give another way oneself since the creation of “real plan” and were so effective that growth from outset Lula government. The companies never earn much, as in recent years, thus demonstrating the researches published by IPEA and ECONOMÁTICA. This growth increased imports all over the world a constant growth, ant it was influenced by economic barriers withdrawal and formation of universal ideal community. Confidence relied upon Brazil by international investors, leveraging the value of several open capital companies. Just in the first mandate Lula government, corporate profits to 19 sectors of economy represented an increase for 246%, where those profits sorted out from \$ 67.2 in FHC government to \$ 232.9 billion in the first four years Lula government, which it was noticed by Economática. Several factors determined this balance in profits, whether political or monetary tax. The growth of credit lines for example, encouraging production and great discoveries in field renewable non-renewable fuels, that increased the level of confidence in Brazil with international agencies risk management.

Keywords: Determinants, Business Income, “FHC x LULA Government”.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Índice Setorial de Telecomunicações (ITEL).....	24
TABELA 2 - Índice de Energia Elétrica (IEE).....	24
TABELA 3 - INDX (Índice do Setor Industrial).....	25
TABELA 4 - Modelo Estimado por Mínimos Quadrados Generalizados com Efeitos Aleatórios.....	41

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Índices dos Setores das Telecomunicações e Energia Elétrica.....	21
QUADRO 2 - Índice do Setor Industrial (INDX).....	22

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Importação X Exportações (Mundiais) do período de 1998 a 2007.....	19
GRÁFICO 2 - Lucro Médio das Empresas do Índice IBOVESPA de 1998 a 2006.....	20
GRÁFICO 3 - Investimento sobre Patrimônio Líquido.....	30
GRÁFICO 4 - Custo Médio Ponderado de Capital.....	32
GRÁFICO 5 - Taxas de Crescimento - Importações Mundiais.....	34
GRÁFICO 6 - Taxa de Câmbio Efetiva Real.....	38

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. FORMAÇÃO DO LUCRO.....	14
3. DADOS AMOSTRAIS.....	21
4. BASE DE DADOS.....	28
4.1 Investimentos sobre o Patrimônio Líquido (Investplíq).....	29
4.2 O Custo Médio Ponderado de Capital.....	30
4.3 Importações Mundiais.....	32
4.4 A Taxa de Câmbio.....	34
5. MODELO ECONOMETRICO E SEUS RESULTADOS.....	39
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45

1. INTRODUÇÃO

É fato concreto que o mundo encontra-se em hiperatividade, mundo crescendo de uma maneira geral, em particular os países da Ásia, com crescimento acima dos 10% ao ano, a exemplo, a China que encabeça a lista desses países.

Esse bom momento da economia mundial em que os grandes pólos consumidores, arrastam seus parceiros comerciais a seguir o mesmo caminho.

O Brasil encontra-se inserido nesse contexto, uma vez que o lucro das empresas de capital aberto, mais que triplicou durante os quatro primeiros anos da gestão do Governo Lula em relação ao segundo mandato governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, doravante FHC.

Somente no primeiro mandato do Governo Lula, o lucro das empresas de 19 setores da economia representou um incremento de 246%, onde esses lucros saltaram de R\$ 67,2 do governo de FHC para R\$ 232,9 bilhões nos primeiros quatro anos do governo Lula, observou a consultoria Económica.

Um fato que pode ter influenciado esse crescimento, foi à taxa de câmbio, que, segundo informações prestadas pelo Banco Central do Brasil (BCB), somente no período de 1999 a 2002, período conhecido como segundo mandato do governo FHC, a Taxa de Câmbio (PTAX) subiu 192%, sendo os quatro anos seguintes, entretanto, a divisa acumulou queda de 39,5%.

Dessa forma, espera-se que a taxa de cambio tenha influenciado de forma a reduzir os insumos e custos de produtos advindos dos mercados externos.

Sabe-se que no mandato do Governo de FHC o câmbio foi alterado de fixo para flutuante. Outro fator foi a crise de confiança pré-eleitoral de 2002, devido à sensibilidade do mercado de uma mudança radical da política econômica do Brasil.

A taxa conhecida como *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), em janeiro de 2002 era de 19,05%, onde em dezembro de 2006 ficou em 13,19%, apresentado uma queda de 6,85 p.p., representando em termos percentuais uma redução dessa taxa, de 30,76%, que agregada a outros fatores de mercado, espera-se que influencie o custo dos empréstimos tomados pelas empresas de capital aberto.

Por se tratar de um tema macro, surgiu então o grande o número de variáveis que podem ter influencia sobre o lucro das empresas brasileiras de capital aberto, no entanto esta pesquisa se concentrou na análise das demonstrações financeiras, disposta pelo sistema Económica, sistema esse que tem em sua base de dados, todas as informações financeiras de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Foram então separadas as variáveis *investpliq* (investimento sobre o patrimônio líquido), *ccapct* (custo médio ponderado de capital), *impmund* (importações mundiais), *txcamb* (taxa de câmbio) e uma variável dicotômica (*dummy*) para mensurar os efeitos sobre os lucros, considerando o intervalo temporal, entre os governos FHC e Lula, compreendendo o período do último mandato do Governo do FHC e primeiro mandato do Governo Lula (Governo FHC 01.01.1998 a 01.01.2003 e Governo LULA 01.01.2003 a 01.01.2007 e 01.01.2007 a...).

Nestes termos, esta pesquisa tem como objetivo abordar o tema: Os Determinantes dos Lucros das Empresas Brasileiras de Capital Aberto nos Governos FHC x LULA, sendo dividida em mais cinco capítulos, assim distribuídos: Conceituação da Variável Lucro, Dados Amostrais, Variáveis do Modelo, Metodologia, Modelo Econométrico, Resultados e Considerações Finais.

O Capítulo I inicia-se com a caracterização do processo de formação do lucro, como fonte de preservação da riqueza e remuneração dos investidores. Além disso, no Capítulo I, será conceituado o lucro, numa visão financeira e sob a ótica da legislação brasileira, que intervêm na economia e distorce o seu significado. O

Capítulo II trata dos dados amostrais, explicando sua origem, relevância para a pesquisa e sua aplicação. O Capítulo III dedica-se expor as variáveis do modelo, conceituando-as e por fim explicando o que cada uma terá de influência no modelo. O Capítulo IV versará sobre a metodologia a ser adotada no modelo, trazendo a luz do presente estudo sua importância. No Capítulo V será apresentado o modelo econométrico, contemplando todas as variáveis apresentadas. Por fim, serão apresentadas as conclusões sobre o resultado da pesquisa.

2. FORMAÇÃO DO LUCRO

O conceito de Lucro remonta do início da invenção da escrita, pois mesmo que inconscientes, os seres humanos, sempre se sentiram atraído por acrescentar patrimônio ao seu próprio, já existente, com o menor dispêndio de conhecimento.

A doutrina contábil sobre o tema lucro nos remete a pensar sobre quais elementos colaboram para a sua formação, elementos esses, classificados segundo nossa legislação, como custos e despesas. Sendo esse último, ponto chave para o legislador, que muitas vezes peca, distorcendo o lucro, Lopes de Sá, critica a formação do lucro das empresas brasileira, por obedecer à ordem do governo, onde nem sempre o lucro apontado como lucro real, reflete realmente o lucro contábil.

Esse trabalho, para sua consecução utilizará como variável independente o lucro das empresas de capital aberto que compõe o *IBOVESPA*. O lucro a ser utilizado no modelo será o lucro real, ou lucro líquido, que é o dado constante na DRE (Demonstração do Resultado do Exercício).

Essa amostra foi oferecida pela BOVESPA através do seu índice *IBOVESPA*, que é considerado o mais confiável e mais importante indicador de desempenho e comportamento médio do mercado de ações no Brasil, uma vez que sua série histórica data de 1968, sem se quer, até Abril de 2007 ter sofrido nenhuma alteração ou correção que viesse a causar algum viés no mercado de capitais.

No entanto, faz necessário discorrer sobre como é entendido o lucro das empresas na doutrina contábil e econômica.

Ludícibus (2004) relata Hicks, como sendo uma das mais aceitas e influentes teorias sobre o conceito de lucro, esse nos traduz como sendo “lucro o que podemos consumir numa semana e sentir-nos tão bem no fim como nos sentíamos no início”.

O Lucro, no sentido dado por Hicks, seria a taxa de juros multiplicada pelo valor subjetivo calculado no momento inicial. É fácil verificar que, ao distribuir-se esse valor e se as expectativas no momento final permanecerem as mesmas, ao calcular o novo valor subjetivo no momento final, já deduzido o valor do lucro econômico, obter-se-á, novamente, o valor subjetivo inicial.

O economista Irving Fisher (1906:52), define lucro como o resultado do uso do capital, e este é visto como estoque de riqueza capaz de gerar serviços futuros. O lucro é tido, portanto, como o fluxo de riqueza ou benefícios acima do necessário para manter o capital constante.

Deve-se compreender que o lucro é uma resultante de todo um aparato algébrico, para então se chegar a esse resultado, onde diversos determinantes influenciam direta ou indiretamente para a sua formação.

Na literatura financeira, não é muito diferente o conceito de lucro, pois se leva em conta os princípios contábeis geralmente aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*), que determina dentre outros conceitos, o do lucro contábil, que é subdividido em dois conceitos.

O primeiro princípio é a contabilidade de provisões, ou como se conhece no Brasil, o regime de competência, nesse regime o lucro da venda de um determinado bem ou serviço é reconhecido no período no qual o bem é vendido ou o serviço é prestado.

O segundo princípio é o das despesas operacionais, que pelo menos teoricamente, fornecem benefícios apenas no período corrente; o custo de mão de obra e materiais gastos para criar produtos que são vendidos no período corrente é um bom exemplo (DAMODARAN, 2004).

Existe na literatura financeira, uma ponderação sobre o lucro como resultado final pela utilização do capital, o que há de se fazer uma diferenciação a cerca desse último.

A distinção entre capital e lucro é fundamental para o julgamento de como a administração está utilizando o capital sob sua responsabilidade. Também é uma das ferramentas para determinar até que ponto a gerência atua de acordo com o interesse dos proprietários.

São várias medidas de lucro, que relacionam o retorno da empresa com suas vendas, ativos, ou patrimônio líquido. Tais medidas avaliam o lucro da empresa com relação a um dado nível de vendas, certo nível de ativos, ou o investimento dos proprietários.

Diante da ausência de lucro, uma empresa não consegue atrair capital de fora. Mais ainda, os proprietários e credores presentes se preocupariam com relação ao futuro das empresas e tentariam recuperar seus recursos. Proprietários, credores e alta administração prestam muita atenção ao aumento de lucros devido à grande importância colocada sobre o lucro no mercado (GITMAN, 2001).

Das várias medidas de lucro, Damodaran (2004) elege como sendo o caminho para se chegar ao lucro, alguns princípios, como sendo o da contabilidade de provisões ou regime de competência, o princípio de despesas operacionais, que pelo menos teoricamente, fornecem benefícios apenas no período corrente. Esse mesmo autor cita também como medida de lucratividade os despesas de financiamento e os desembolso de capital.

Então, o lucro líquido, seria o lucro disponível após as despesas operacionais e de juros, e representa receita somente para os investidores em patrimônio líquido, pois está ligado diretamente ao entendimento das variações patrimoniais e sua natureza, naquelas que modifica a qualidade ou a natureza dos componentes patrimoniais, sem repercutirem no montante de patrimônio líquido, e a das que modificam. As primeiras são denominadas qualitativas e as segundas são chamadas modificativas.

No Brasil, o lucro está assim conceituado através do Decreto Lei nº 1.598/77, o qual determina o lucro como sendo: “O lucro líquido do exercício é a

soma algébrica de lucro operacional, dos resultados não operacionais, do saldo da conta de correção monetária e das participações, e deverá ser determinado com observância dos preceitos da lei comercial”.

Conforme Resolução CFC nº. 750/93, que aprovou os Princípios Fundamentais da Contabilidade no Brasil, em seu Art. 9º, determina que tanto as receitas como as despesas devam ser reconhecidas na apuração do resultado no período em que ocorrem, sempre simultaneamente quando se correlacionarem, independentemente de recebimento ou pagamento.

Embora doutrinariamente não exista dúvida de que o acréscimo do capital efetivo, por efeito do movimento, seja o lucro, na prática isto tem sofrido sérios arranhões, por distorções ou por imposição legal.

Sabendo que o lucro obedece mais a uma imposição legal a uma doutrina contábil geralmente aceita, emanada pelos órgãos representativos das classes, foi que o legislador tentou adaptar as várias formas de lucro a sociedade comercial brasileira, a seguir explicada.

A necessidade dessa diferenciação para o trabalho serve para fundamentar o porquê da escolha do lucro real em detrimento dos demais.

De acordo com a estrutura das Demonstrações Contábeis de Resultados utilizados no Brasil, o lucro é desdobrado nas seguintes categorias:

- ✓ Lucro Bruto: diferença positiva de Receitas menos Custo;
- ✓ Lucro Operacional: diferença positiva do lucro bruto e das despesas operacionais;
- ✓ Lucro não operacional: resultado positivo das receitas e despesas não operacionais;

- ✓ Lucro Líquido: diferença positiva do lucro bruto menos o lucro operacional e o não operacional;
- ✓ Lucro a ser distribuído: lucro líquido menos a quantia destinada a Reservas de Lucros ou compensada com os Prejuízos Acumulados;
- ✓ Lucro Real: Base de Cálculo do Imposto de Renda das pessoas jurídicas. (Contabilmente, seria o Lucro Líquido menos as adições e exclusões de despesas feitas para fins de apuração do tributo citado).
- ✓ Lucro Inflacionário: parcela do Lucro Real, composta do saldo credor da correção monetária de balanços ajustado pelas variações monetárias e cambiais, e que podia ser diferido, ou seja, devido em exercícios futuros.
- ✓ Lucro de Exploração: parte do Lucro Real formado pelas Receitas oriundas de incentivos fiscais do Imposto de Renda (isenção ou redução).
- ✓ Lucro Presumido: outra base de cálculo do imposto de renda, basicamente sobre Receitas, e com escrituração simplificada no Livro Caixa.

Nestes termos, a figura do lucro, então seria o resultado de vários determinantes. Quais seriam os mais influenciariam para que o resultado Lucro viesse a crescer? E com isso tornar mais valiosos os ativos dessas empresas.

Os lucros das empresas de capital aberto, em média cresceram três vezes mais durante os quatro primeiros anos do governo Lula em relação ao segundo governo FHC. Os setores de mineração, siderurgia e energia elétrica foram os que mais lucraram.

Na tentativa de avaliar os determinantes do lucro, utilizar-se-á do banco

de dados da Economática, que contempla todas as informações, como os balanços, e demais peças contábeis obrigatórias pela legislação brasileira.

O gráfico 1 demonstra que no período de 1998 a 2002, o lucro médio das empresas listadas na *BOVESPA*, não ultrapassou a casa dos R\$ 300 bilhões, enquanto que no período de 2003 a 2006 essas empresas bateram a casa dos R\$ 700 bilhões, com um crescimento médio anual em 16,67%.

Não se quer, no entanto, trazer qualquer questionamento quanto ao ponto de inclinação do lucro, pois o crescimento mundial já há quase uma década, vem crescendo, conforme pode-se demonstrar no gráfico a seguir, comparando a importações x exportações mundiais, do período de 1998 a 2007, em forma trimestral.

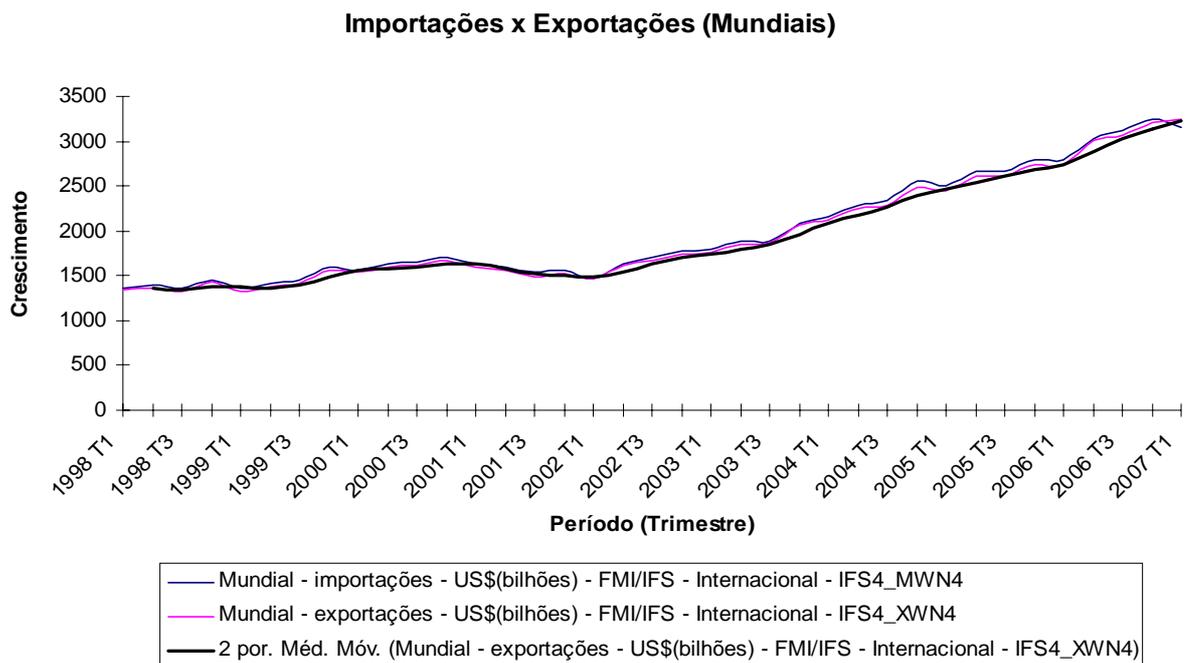


Gráfico 1 – Importações X Exportações (Mundiais) do período de 1998 a 2007
Fonte: IPEA

O fator sazonalidade presente no gráfico 1, perde assim sua hierarquia, uma vez que as demonstrações são dispostas somente a cada trimestre, em que se observa um ponto de máximo, o que plotou-se uma curva de tendência logaritimada trazendo a explicação já disposta no gráfico anterior, quanto ao crescimento.

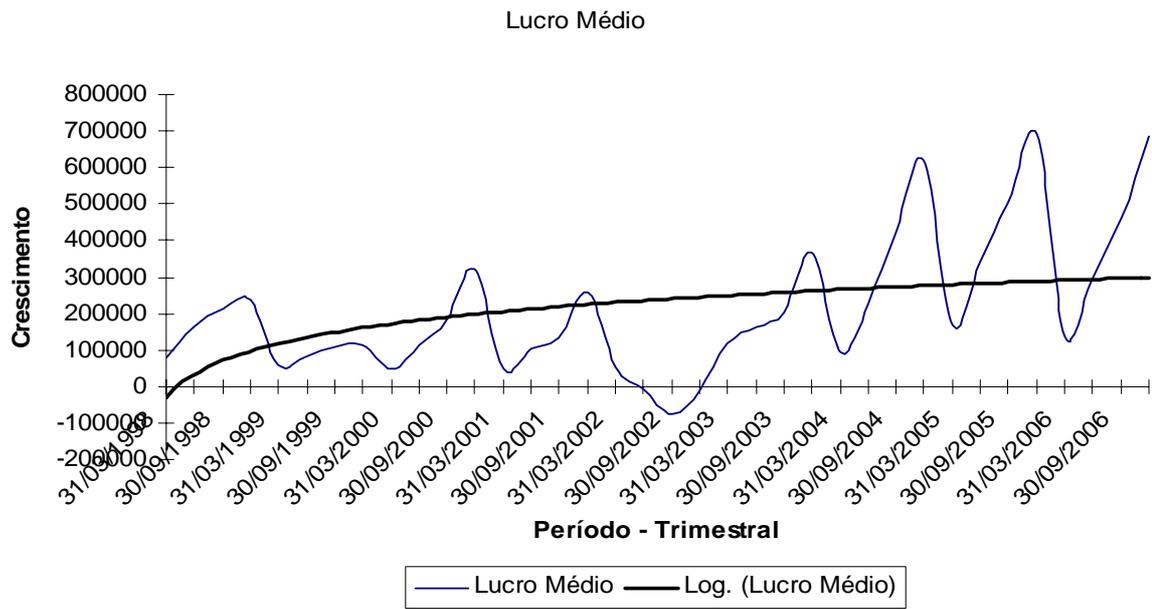


Gráfico 2 – Lucro Médio das Empresas do Índice IBOVESPA de 1998 a 2006
 Fonte: Economática

3. DADOS AMOSTRAIS

Os dados que serviram de base para o conhecimento dos determinantes do lucro (variável dependente), foram guindados das empresas listadas no *IBOVESPA*, conforme constam nos quadros 1 e 2.

As demais variáveis que essa pesquisa se propõe a demonstrar, como investimento sobre o patrimônio líquido (*investpliq*), o custo médio ponderado de capital (*ccapct*), as importações mundiais (*impmund*), a taxa de câmbio (*txcamb*) foram fornecidas em parte pela BOVESPA (www.bovespa.com.br), e em parte pelo IPEA (www.ipea.org.br).

Para justificar a representatividade da amostra, verificou-se que, o *IBOVESPA*, responde por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro no mercado avista da BOVESPA, as empresa integrantes do índice são responsáveis por aproximadamente 70% da capitalização de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA, ou seja, são atualmente 350 (trezentas e cinqüenta) companhias listadas apuradas em dezembro de 2006.

Dentre todas as empresas listadas na BOVESPA foram selecionados os setores das Telecomunicações, da Energia Elétrica e por fim o setor Industrial. Nesse trabalho não será versado sobre o índice de sustentabilidade empresarial.

No Quadro 1, a seguir, está disposto à relação da amostra, contemplada pelo código de cada uma junto a BOVESPA.

BOVESPA – ÍNDICES DO DIA 27/04/2007						
Índice Setorial das Telecomunicações – ITEL				Índice Setorial da Energia Elétrica - IEE		
7	Ação				Código	Ação
BRTP3	BRASIL T PAR				GETI4	AES TIETE
BRTO4	BRASIL TELEC				CLSC6	CELESC
TNCP4	TELE NORT CL				CMIG4	CEMIG
TNLP3	TELEMAR				CESP6	CESP
TMAR5	TELEMAR N L				COCE5	COELCE

BOVESPA – ÍNDICES DO DIA 27/04/2007						
Índice Setorial das Telecomunicações – ITEL				Índice Setorial da Energia Elétrica - IEE		
7	Ação				Código	Ação
TMCP3	TELEMIG PART				CPLE6	COPEL
TLPP3	TELESP				ELET6	ELETROBRAS
TCSL3	TIM PART S/A				ELPL6	ELETROPAULO
VIVO3	VIVO				ENBR3	ENERGIAS BR
					LIGT3	LIGHT S/A
					TBLE3	TRACTEBEL
					TRPL4	TRAN PAULIST

Quadro 1 – Índices dos setores das Telecomunicações e Energia Elétrica

Fonte: BOVESPA

No Quadro 2, a seguir, está disposto à relação da amostra, contemplada pelo código de cada uma junto a BOVESPA do Índice do Setor Industrial.

Código	Ações
ACES4	ACESITA
ALPA4	ALPARGATAS
AMBV3	AMBEV
ARCZ6	ARACRUZ
ARCE3	ARCELOR BR
BOBR4	BOMBRIL
BRKM5	BRASKEM
CPNY3	COMPANY
CNFB4	CONFAB
CPSL3	COPEL
CTNM4	COTEMINAS
CYRE3	CYRELA REALT
DURA4	DURATEX
EMBR3	EMBRAER
ETER3	ETERNIT
FJTA4	FORJA TAURUS
FFTL4	FOSFERTIL
GFA3	GAFISA
GGBR3	GERDAU
GOAU4	GERDAU MET
GRND3	GRENDENE
INEP4	INEPAR
MYPK4	IOCHP-MAXION
KLBN4	KLBIN S/A
MAGS5	MAGNESITA
POMO4	MARCOPOLO
LEVE4	METAL LEVE
NATU3	NATURA
PMAM4	PARANAPANEMA
PRGA3	PERDIGAO S/A
PLAS3	PLASCAR PART
RAPT4	RANDON PART
RSID3	ROSSI RESID
SDIA4	SADIA S/A
CSNA3	SID NACIONAL

Código	Ações
CRUZ3	SOUZA CRUZ
SUZB5	SUZANO PAPEL
SZPQ4	SUZANO PETR
UNIP6	UNIPAR
USIM3	USIMINAS
VCPA4	V C P
WEGE4	WEG

Quadro 2 - Índice do Setor Industrial (INDX)
Fonte: BOVESPA

Conforme se observou nos quadros 1 e 2, as amostras estão divididas por setores, o que se faz necessário, um breve comentário a cerca de cada um, pelo destaque dispensado pela BOVESPA, que criou esses índices que demonstram o comportamento histórico dessas empresas.

Esses índices medem a ponderação de um indicador pelo valor de mercado das ações em circulação, e permite que o índice represente o comportamento dos papéis realmente disponíveis à negociação.

Assim dispõe a literatura, quanto ao mensurar o valor de uma empresa, pelo valor dos seus papéis (ações) em circulação no mercado. (GITMAN, 2002).

Inicialmente será versado sobre o Índice Setorial de Telecomunicações (ITEL) que tem por objetivo nortear os investidores de uma forma segmentada do mercado de capitais, e tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor de telecomunicações. Na construção desse índice, está incluído tanto ações de empresas de telefonia fixa quanto de empresas de telefonia celular listadas na BOVESPA.

A tabela abaixo apresenta as taxas anuais de crescimento do ITEL desde 1999. A taxa de crescimento refere-se à taxa média de variação do índice composta anualmente, entre dois períodos. Ademais, a tabela 1 demonstra que nesse setor, no período compreendido entre 1999 a 2002, a taxa de crescimento dessas empresas foi negativa, representado por -19,00%, enquanto que, no período de 2003 a 2006, as empresas cresceram a uma taxa de 5,9%, confirmando assim que o

setor das telecomunicações mais que triplicou no primeiro mandato do governo Lula em relação ao segundo mandato do governo de FHC.

Tabela 1 - Índice Setorial de Telecomunicações (ITEL)

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1999									
2000	-10,4								
2001	-18,3	-25,4							
2002	-19,0	-22,9	-20,3						
2003	-2,9	-0,3	15,3	66,8					
2004	-1,7	0,6	11,2	31,4	3,5				
2005	-0,8	1,2	9,3	21,4	3,5	3,5			
2006	0,7	2,7	9,5	18,6	5,9	7,1	10,7		
2007	2,5	4,5	10,6	18,1	8,3	10,0	13,4	16,1	
2008	3,2	5,1	10,4	16,5	8,4	9,7	11,9	12,4	8,9

Fonte: BOVESPA

O segundo e importante índice, é o Índice de Energia Elétrica (IEE) que mede o desempenho do setor de energia elétrica, constituindo-se um importante instrumento de avaliação de carteiras especializadas nesse setor. Seu objetivo é oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor de energia elétrica.

A tabela 2 abaixo apresenta as taxas anuais de crescimento do IEE a partir de 1994.

Tabela 2 - Índice de Energia Elétrica (IEE)

ANO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1998										
1999	132,6									
2000	63,6	15,1								
2001	41,5	10,4	5,9							
2002	19,7	-4,0	-12,4	-27,4						
2003	33,6	16,3	16,8	22,6	107,2					
2004	28,5	14,1	13,9	16,7	48,0	5,6				
2005	30,5	18,5	19,2	22,7	46,2	22,9	42,9			
2006	31,7	21,4	22,5	26,2	44,9	28,6	41,8	40,8		
2007	30,8	21,7	22,7	25,8	40,4	27,4	35,5	32,0	23,7	
2008	26,4	18,1	18,5	20,4	31,1	19,6	23,3	17,5	7,3	-7,0

Fonte: BOVESPA

A Tabela 2 reflete que no período compreendido entre 1999 e 2002, as empresas desse setor tiveram uma taxa negativa de crescimento de -4,0% ao ano,

enquanto que no período compreendido entre 2003 a 2006, essas empresas tiveram um crescimento 28,6% ao ano.

Por fim, o INDX (Índice do Setor Industrial) tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor industrial, sendo esse o setor mais importante da nossa economia, inicialmente tem como objetivo medir e nortear os investidores quanto à performance e o desempenho das ações negociado na BOVESPA, entretanto existe um critério mais rígido para que uma indústria venha a fazer parte desse índice.

As indústrias que formam esses índices devem ter suas ações negociadas em pelo menos 70% dos pregões na BOVESPA nos últimos doze meses, e devem ser uma das 150 (cento e cinquenta) ações com o maior índice de negociabilidade apuradas nos doze meses anteriores à formação da carteira.

Tabela 3 - INDX (Índice do Setor Industrial)

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1999									
2000	16,0								
2001	9,9	4,1							
2002	18,5	19,7	37,7						
2003	35,9	43,3	68,1	105,3					
2004	36,6	42,3	58,0	69,2	39,5				
2005	31,3	34,6	43,6	45,6	22,6	7,8			
2006	32,3	35,3	42,5	43,8	27,7	22,2	38,5		
2007	33,3	36,0	42,1	43,0	30,7	27,9	39,3	40,1	
2007	28,0	29,6	33,8	33,1	22,1	18,1	21,7	14,1	-7,1

Fonte: BOVESPA

Percebe-se nesse setor, que a empresas entre 1999 e 2002, cresceram a uma taxa de 18,5% ao ano, no entanto para o período de 2003 a 2006, o setor cresceu a uma taxa média de 27,7% ano.

A observação feita nos três índices demonstra que, durante o segundo mandato do governo de FHC, as empresas que compõem o *IBOVESPA* não tiveram crescimento, mas sim um taxa média negativa de -1,5% ao ano, enquanto no primeiro mandato do governo do Lula, essas mesmas empresas cresceram em média 20,73% ao ano.

Com isso pode-se inferir um grau de confiabilidade do setor de investimentos externos na economia brasileira, trazendo assim recursos e investimentos, gerando o crescimento do lucro.

Não se pode afastar, no entanto a especulação, como é de praxe em todo mercado, sendo gerada por aqueles investidores que tentam de toda sorte driblar os impostos, tentando obter ganhos de forma ilícita.

Assim, já em 1978, o Prêmio Nobel de Economia americano James Tobin propôs um imposto sobre os lucros obtidos nas transações à vista (spot) nos mercados cambiais, em resposta aos problemas dos mercados financeiros no final da década de 70: instabilidade monetária após o desmoronamento do sistema de Bretton Woods, choque do petróleo, desmoronamento do dólar, especulação intensa com outras moedas e com ouro e partida difícil do novo sistema de taxas de câmbio flutuantes. A proposição de James Tobin visava, conseqüentemente, encorajar a estabilidade financeira, fazendo com que a especulação pagasse um preço. À época, a utilização das receitas do tributo não era a preocupação primeira de seu inventor, que, além disso, declarou incidentalmente que "conviria que seus montantes fossem arrecadados pelo FMI ou pelo Banco Mundial". Somente na sua elaboração posterior, o tributo Tobin tornou-se um elemento central do discurso sobre a tributação global.

James Tobin inspirou-se num dos grandes pensadores do Estado moderno do século XX, John Maynard Keynes, que, meio século antes do surgimento do computador pessoal (PC), das tecnologias de informação e dos satélites de comunicação, escrevia com uma espantosa capacidade de previsão:

À medida que se aperfeiçoar a organização dos mercados de investimento, aumenta o risco de dominação da especulação. Os especuladores não são, sem dúvida, perigosos enquanto forem 'bolhas' numa corrente regular de atividade da empresa. A situação, contudo, torna-se grave se a empresa converter-se numa bolha no turbilhão da especulação.

No que agora se tornou uma metáfora popularizada por James Tobin, Keynes falava de "jogar um pouco de areia nas rodas bem lubrificadas" da especulação financeira.

A globalização ameaça uma outra fonte das receitas fiscais dos Estados: os impostos sobre o consumo. A revolução tecnológica deu origem, com o ciberespaço, a um território comercial que não depende de nenhum governo e que atualmente escapa, portanto, a qualquer tributação. Quando um consumidor compra um "software" numa loja, paga o dentre outros, o ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) conforme certa alíquota. Todavia, quando compra o mesmo "software" na Internet e o baixa no computador pelo telefone, que alíquota aplicar? O do lugar onde adquiriu o "software" ou o do lugar de origem? E como os governos podem acompanhar estas transações, já que, como escreveu *The Economist*, "a Internet outra coisa não faz senão eliminar as fronteiras dos Estados e também apagar a identidade das empresas e indivíduos que nela comerciam".

Quanto às políticas macroeconômicas a distinção relevante para a economia brasileira é aquela existente entre o período da âncora cambial, de 1994 a 1998, e o seguinte, após 1999, centrado na construção da âncora nominal interna. Desse ponto de vista, o período 2003-2005, referente ao governo Lula, não se diferencia, exceto por eventuais diferenças quanto à gestão, daquele relativo aos anos 1999-2002, pois essas políticas tiveram como fundamento, a combinação entre o regime de metas de inflação, câmbio flutuante e postura fiscal contracionista.

4. BASE DE DADOS

A fonte de dados utilizada para esse estudo é o sistema de informações e indicadores desenvolvido pela Economatica. Trata-se de um banco de dados que reúne informações de balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, demonstrações das origens e aplicação dos recursos, entre outros indicadores financeiros e percentuais de todas as empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores BOVESPA (www.bovespa.com.br).

E ainda, utilizar-se-ão os dados, como as importações mundiais, a taxa de câmbio, fornecidas pelo Banco Central do Brasil (BCB) e do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), ambos na sessão de dados macroeconômicos.

A listagem das empresas que serviram de base para os dados, foi fornecida pelo índice IBOVESPA, as quais são disponibilizadas pela BOVESPA.

Os dados estão disponíveis em base trimestral correspondendo ao período de 1998 a 2006. Dessa maneira, a base de dados utilizada nessa pesquisa é uma combinação de dados do tipo *cross-section* (composto por 64 empresas) e série temporal (que aborda o primeiro trimestre de 1998 até o quarto trimestre de 2006, o que perfaz de 36 períodos de tempo).

Foram escolhidas como variáveis explicativas do Lucro, ***investpliq*** (investimento sobre o patrimônio líquido), ***ccapct*** (custo médio ponderado de capital), ***impmund*** (importações mundiais), ***txcamb*** (taxa de câmbio) e uma variável dicotômica (***dummy***) para mensurar o efeito entre os governos FHC e Lula.

Espera-se que a escolha dessas variáveis para o modelo a seguir apresentado, explique o lucro das empresas de capital aberto e recebam uma influência direta considerando o nível de investimentos e o seu custo de capital, como variáveis internas.

Em relação às variáveis externas, taxa de câmbio e importações mundiais, espera-se que exerçam impacto sobre a geração de lucros.

4.1 Investimentos sobre o Patrimônio Líquido (*investpliq*)

Essa variável tem em seu resultado, um percentual, representando o quanto de patrimônio líquido foi destinado a investimentos. No patrimônio líquido não guarda somente o capital subscrito pelos sócios, essa rubrica abriga também as reservas de capital, de ágio, de reavaliação, de lucros e outras mais, todas previstas pela legislação brasileira.

Dessa forma, a exemplo, qualquer empresa poderá destinar parte legal do seu patrimônio líquido para reavaliar seus ativos, conseguindo assim melhorar seus índices de giro dos ativos, atenuando assim a depreciação, sendo uma rubrica importante para o investidor.

Outra forma de destinação do patrimônio líquido, é a reserva para reavaliação de coligadas e controladas, ou seja, um tipo de reavaliação de investimentos.

Esse tipo de investimento foi muito comum no período do mandato do governo do FHC, ou seja, nas privatizações, onde várias empresas realizaram consórcios entre si para juntas comprarem outras empresas, que seriam suas controladas ou coligadas, dependendo do percentual de investimento.

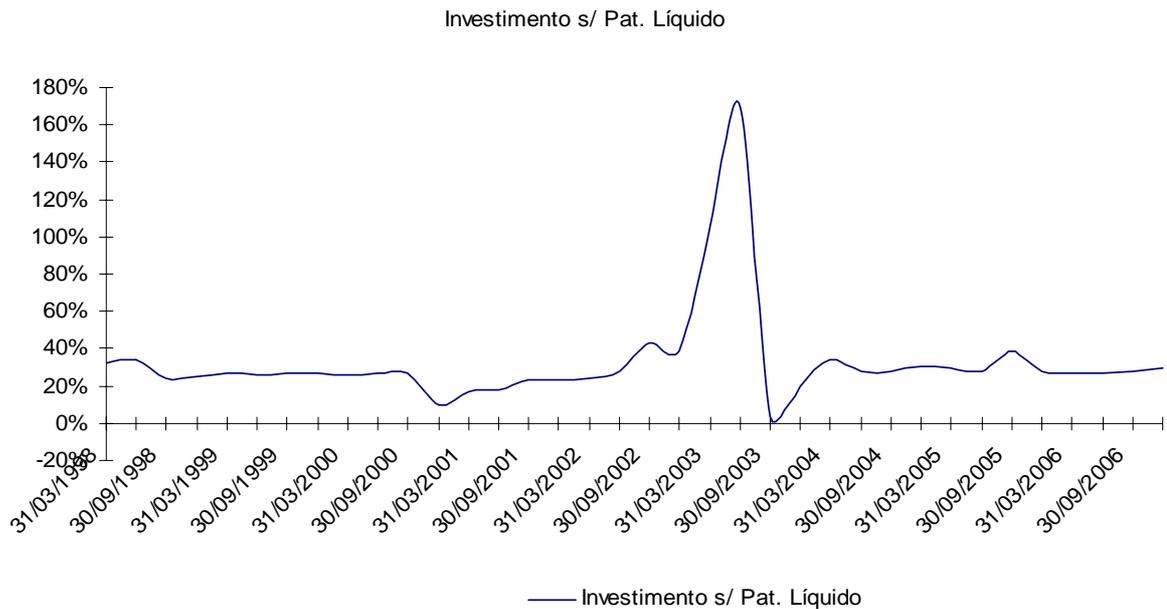


Gráfico 3 – Investimento sobre Patrimônio Líquido
Fonte: Economática

4.2 O Custo Médio Ponderado de Capital

Inicialmente será caracterizado o capital, para então se chegar ao seu custo médio ponderado. O capital poderia ser entendido como todos os recursos, próprios ou de terceiros, disponibilizados pelos investidores. O lucro seria, então, o resultado obtido pelos vários fornecedores de capital, isto é, seriam incluídos os juros pagos aos credores e os lucros distribuídos aos acionistas.

O Custo Médio Ponderado de Capital demonstra qual o custo entre o aporte de capitais, ou seja, o custo médio ponderado entre o capital próprio e o capital de terceiros, sendo esse último, capitado através de emissão de novas ações ou empréstimos.

Faz-se necessário, no entanto fazer uma diferenciação entre, capital e lucro, que é fundamental para o julgamento de como a administração está utilizando o capital sob sua responsabilidade. Também é uma das ferramentas para determinar até que ponto a o gestor atua de acordo com o interesse dos proprietários.

Damodaran (2004) define o custo médio ponderado de capital, como sendo um custo composto por todas as fontes de capital, daí será calculado uma média ponderada dos custos de patrimônio líquido e de dívida, e esse custo ponderado é o custo de capital.

Já para Gitmam (2001), o custo de capital seria a taxa de retorno que uma empresa deve obter sobre seus projetos de investimentos para manter o valor de mercados de suas ações.

E o seu custo médio o custo de cada fonte, dos vários tipos de financiamentos, ponderado pelo seu grau de participação sob o total dos custos de capitação desses recursos.

No quadro a seguir, está representado o custo médio ponderado de capital em relação ao lucro médio das empresas da amostra, onde se confirma mesmo que prematuramente a idéia inicial, de que à medida que o lucro aumentar o custo médio ponderado de capital decai.

Talvez não somente pelo fator dessa empresas estarem sempre tomando novos empréstimos, mas devido a outro fator que não foi possível ainda desvelar, o que será realizado mais adiante.

De acordo com o gráfico 4 pode-se observar que fora o período que se inicia no segundo trimestre de 2002 (final do governo FHC) e perdurar até o segundo trimestre de 2003 (início do governo Lula) no qual existe uma grande discrepância entre as taxas de crescimento do Lucro e do Custo Médio das empresas que compõe o *IBOVESPA*, verificando uma forte alta seguida por uma forte baixa na taxa de Lucro.

Em tal período, a economia brasileira vivenciou um período eleitoral e a vitória da oposição para o cargo de presidente da república gerou uma turbulência na economia e uma forte desvalorização do Real frente ao dólar.

Antes e após esse período, a taxa de crescimento do Lucro e do Custo Médio observa-se uma alternância entre as tais taxas, prevalecendo a taxa de Lucro em maior parte do tempo superior ao do Custo Médio.

No período em estudo, relativamente ao governo de FHC, ou seja, de 1998 a 2002 o custo médio ponderado de capital cresceu em médio 15,90% ao trimestre, enquanto no período compreendido entre 2003 a 2006, o custo médio ponderado de capital manteve-se em médio da casa dos 3,64% ao trimestre.



Gráfico 4 - Custo Médio Ponderado de Capital
Fonte: Economática.

4.3 Importações Mundiais

A inclusão das importações mundiais, que em parte são representadas pelas exportações das empresas brasileiras, se justifica, pois grande parte das empresas listadas no IBOVESPA exerce relações de comércio com o resto do mundo.

Talvez, a única fonte estável e permanente de crescimento da economia

brasileira tem sido as exportações líquidas, desde meados de 2002.

Esta constatação lança luzes sobre a relevância do ciclo de comércio internacional para explicar esse dinamismo, pois a trajetória da taxa de câmbio não está diretamente associada nem a grande expansão, pois a desvalorização é prévia e data do início de 1999; nem a sustentação do crescimento que ocorre a despeito da contínua apreciação do real após 2003.

O ciclo internacional, ao ensejar o crescimento da demanda e aumento de preços, e as pautas de exportações brasileiras constituíram elementos cruciais para o desempenho das vendas externas.

Na questão dos manufaturados a estratégia das empresas foi fator decisivo para explicar uma maior propensão exportadora, porém cada vez posta em xeque pela instabilidade da taxa de câmbio. Tem sido comum no período recente o anúncio do cancelamento de projetos de investimentos destinados a exportações e mesmo a realocização de empresas.

Nestes termos, pode-se inferir que um aumento das importações mundiais pode (e deve) influenciar o lucro das empresas de capital aberto que compõe o IBOVESPA de forma positiva. Ademais, o aumento das exportações (importações mundiais) brasileiras pode estar atrelado à qualidade dos bens comercializados, a taxa de cambio favorável, ou devido às vantagens comparativas das empresas brasileiras.

No entanto, dentre as empresas listadas no IBOVESPA algumas produzem bens não comercializados com o exterior; sendo assim, não são computadas como importações mundiais. Entretanto, cabe destacar que mesmo que algumas não comercializem seus produtos com o exterior, as mesmas podem estar importando bens de capital que são necessários para aumentar sua escala de produção.

O gráfico 5 reporta as Taxas de Crescimento das Importações Mundial, e

pode-se observar que durante o segundo mandato do Presidente FHC, 1998 a 2002, a taxa das importações mundial se mantiveram inferior a do Lucro, ou seja cresceram somente 1,52% ao trimestre, por quase todo o período. Durante o primeiro mandato do governo Lula, 2003 a 2006, cabe destacar o declínio na taxa de crescimento do Lucro durante o primeiro trimestre de 2003, a partir desse ponto, a taxa de lucro das empresas aumenta significativamente e volta a oscilar em torno da taxa de crescimento das importações mundiais, e que acumulou um acréscimo na ordem de 3,88% ao trimestre até 2006.

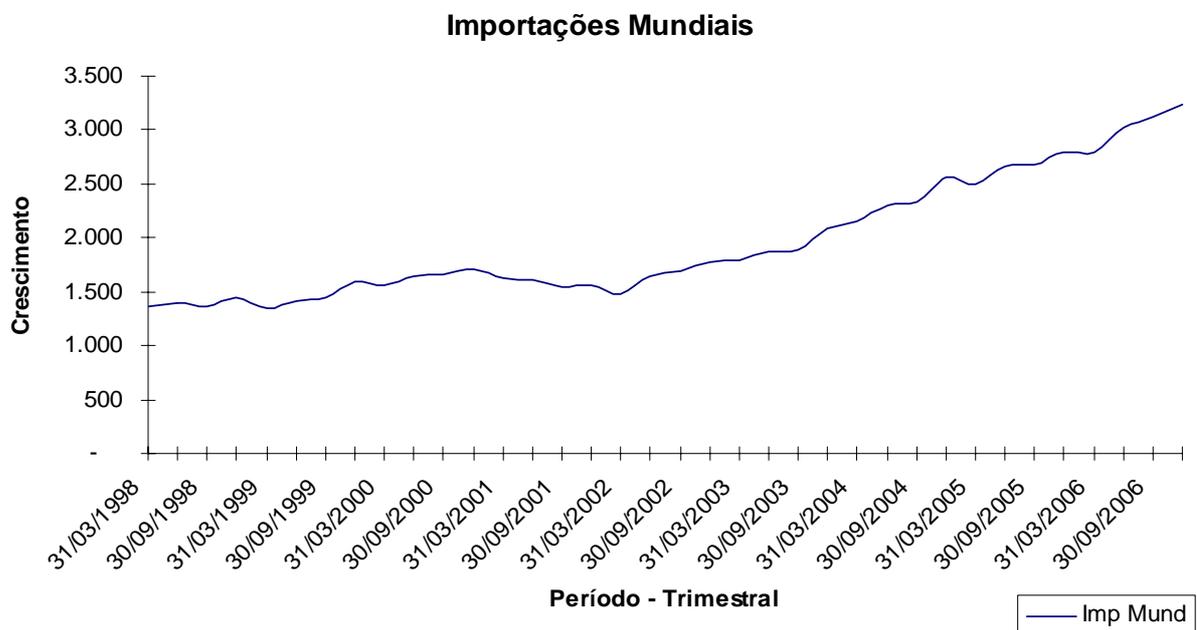


Gráfico 5 - Taxa de Crescimento - Importações Mundial
Fonte: Economática.

4.4 A Taxa de Câmbio

A Taxa de Câmbio, ou simplesmente o Câmbio, que é notícia nos jornais de todos os dias, pode ser entendida como a quantidade de moeda nacional necessária para que se adquira moeda estrangeira, segue diversos padrões monetários, que devem ser diferenciados para explicar o que será utilizado no modelo, destacando-se na atual ordem mundial as taxas de câmbio fixa, a flutuante e o *currency board* (ASSAF NETO, 2003).

A Taxa de Câmbio é um produto da política cambial de um país, e tal política está baseada na administração das taxas de câmbio, promovendo alterações no câmbio, e, de forma mais macro, no controle das transações internacionais.

Existem hoje as mais diversas formas de se estabelecer um padrão monetário, destacando-se na atual ordem econômica mundial as taxas de câmbio fixa, flutuante e o *currency board*.

No Brasil, vigorou a taxa de câmbio fixa, de 1994 a 1999, ou seja, com uma paridade de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, desse período em diante o até o momento atual, o câmbio vem sendo mantido no sistema de câmbio flutuante, vinculado a uma banda cambial, com o Banco Central do Brasil, intervindo sempre que o dólar venha a atingir uma cotação muito baixa, ou muito alta, em que a variação dessa moeda está limitada.

Esse modelo sugere ser menos caro para uma economia, do que um sistema fixo, pois naquele o governo intervém somente quanto o câmbio tende a exceder os pontos de mínimo e máximo da cotação.

Segundo Nota Técnica do DIEESE, publicada em 24/05/2006, que analisada as influências do câmbio na economia, ressaltou que o IGP-M (Índice Geral de Preços Médio) reflete muito bem essa influência, haja vista, ser composto por 60% dos preços dos produtos por atacado, que sofrem grande influência do câmbio. Então O IGP-M repassa as variações cambiais para o preço das tarifas, ou seja, dos contratos administrados, a exemplos os de telefonia, energia elétrica e de algumas indústrias.

A pesar desse índice o IGP-M (Índice Geral de Preços Médio) não fazer parte dessa pesquisa, é sugerido que pode ser considerada uma praxe relativamente à influência do câmbio, pois quanto maior sua valorização empreende-se uma depreciação do câmbio.

Relativamente ao período de 1998 a 2002, o IGPM manteve-se em média na casa dos o reflexo negativo com o crescimento médio desse índice de 209,99%, enquanto que no período de 2003 a 2006 sua taxa de crescimento médio foi de 6,78%.

Em trabalho publicado pela Revista de Economia, v.33, editada para UFPR, relativo à exposição de empresas exportadoras ao câmbio, concluiu-se que existe uma sensibilidade do lucro das empresas exportadoras a exposição quanto à moeda local e estrangeira. Esse trabalho tomou por base empresas listadas na bolsa de valores.

Segundo estudo do IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial), publicado na Folha de São Paulo, em 13/11/2005, como o título “Real Forte Afeta Lucro Da Indústria”, sustenta que uma apreciação do câmbio, veio a prejudicar o lucro das empresas, comprando o terceiro trimestre de 2005 em relação ao mesmo período de 2004, as empresas lucraram 14, 3% menos.

O lucro das empresas caiu de R\$ 2,7 bilhões para R\$ 2,3 bilhões na comparação com o terceiro trimestre de 2004 (-14,3%). Ou seja, a valorização do real respondeu por parte significativa da perda de R\$ 400 milhões.

De acordo com o IEDI, o lucro dessas empresas sobre a receita líquida caiu de 16,44% para 13,74%. A queda da rentabilidade sobre o patrimônio líquido foi de 7,44% para 5,99%.

Segundo a Fundação Getúlio Vargas (FGV), responsável pela formulação do ranking, os setores que mais se destacaram foram os exportadores. O coordenador de Pesquisas Empresariais da FGV, Aloisio Campelo, salientou que a rentabilidade média das 500 maiores alcançou 11,3%, o melhor resultado desde 1989, quando havia chegado a 10,7%. No entanto, ele faz a ressalva de que muito desse desempenho foi influenciado pelas exportações. Também houve o efeito contábil do menor impacto do câmbio e dos juros sobre o estoque da dívida das

empresas. "Mesmo excluindo essa influência contábil, o resultado é bom, mas a melhoria não foi gerada integralmente por fatores operacionais", disse.

A influência do câmbio nos lucros fica então evidente, pois relativo ao período de 1998 a 2002 a moeda americana cuja sua taxa média de crescimento é calculada pelo Banco Central apresentou uma alta de 192% enquanto que no período de 2003 a 2006 essa taxa acumulou um queda de 39,5%.

É notado nesse estudo, que o Brasil por ser um país em desenvolvimento, onde se encontra inserido no mercado global, em muito é influenciado pelo câmbio, mesmo sem a necessidade de grandes aprofundamentos para essa afirmação.

O que se pode notar no gráfico em seguida é que a taxa de câmbio vem se desvalorizando ao longo do tempo, isso sugere que o câmbio tem impacto negativo no lucro das empresas, e em relação à política cambial FHC x LULA, sugere que no mandato do FHC o câmbio teve um impacto mais negativo do que no mandato do governo de Lula.

Essa suposta influência, que na demonstração do modelo, será por certo elucidada, reflete que durante o ano de 2002, ano marcado pela eleição do Presidente Lula uma forte desvalorização do Real frente ao dólar, em face da dúvida de qual política seria adotada pelo presidente eleito, o que durante o primeiro trimestre do governo Lula, observa-se uma forte queda na taxa de crescimento do Lucro das empresas.

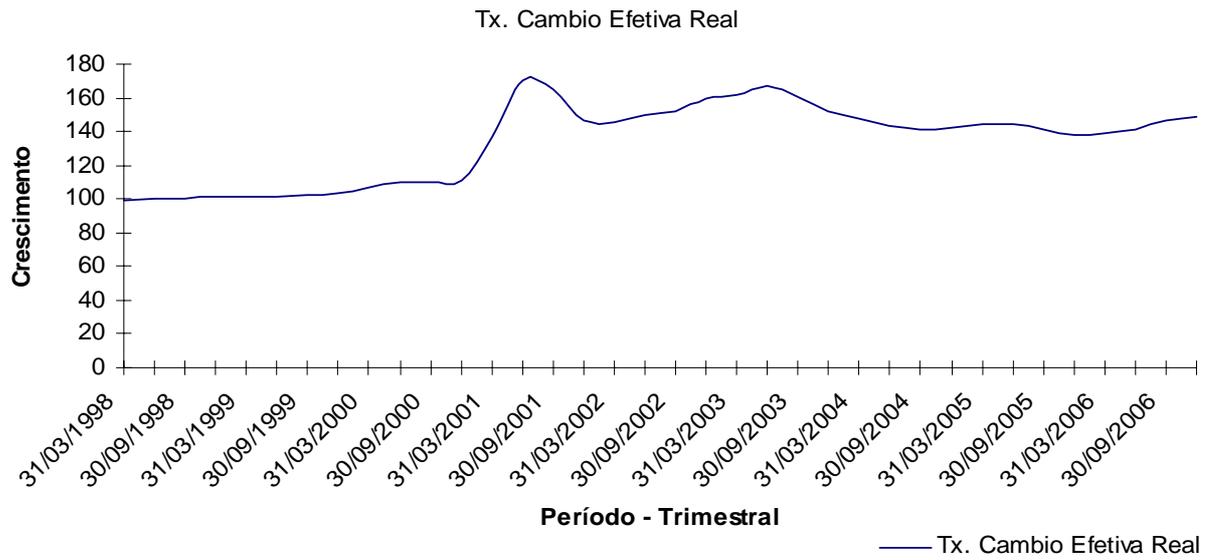


Gráfico 6 – Taxa de Câmbio Efetiva Real
 Fonte: Economática.

5. MODELO ECONOMÉTRICO E SEUS RESULTADOS

Em função do que foi apresentado nas seções anteriores, para analisar o diferencial de comportamento dos lucros das empresas brasileiras entre os governos FHC e Lula, adotar-se-á um modelo econométrico com dados em painel. Neste sentido, de acordo com a discussão realizada sobre as variáveis que afetam o lucro na seção III, o modelo será especificado da seguinte forma:

$$lucro_{it} = \beta_0 + \beta_1 ccpc_{it} + \beta_2 camb_t + \beta_3 dcamb_t + \beta_4 impmund_{it} + \beta_6 investpliq_{it} + \beta_5 t_i + \beta_6 t_i^2 + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde,

$lucro_{it}$ é a variável dependente que representa o *lucro* da *i-ésima* empresa no período *t*;

$ccpc_{it}$ é a variável *custo de capital em relação ao custo total* da *i-ésima* empresa no período *t*. A princípio, poderia se esperar que seu efeito sobre o lucro fosse negativo quando se tem concorrência perfeita. No entanto, em mercados imperfeitos, as empresas podem repassar esse custo para o produto mantendo constante ou até mesmo aumentado seus lucros. Assim sendo, o impacto dessa variável no lucro será determinado através do sinal estimado do parâmetro dessa variável;

$camb_t$ é a variável *taxa de câmbio real* no período *t*. Observe que esta variável só varia no tempo de maneira que seus valores se repetem para cada empresa no mesmo período. Uma desvalorização cambial torna os preços internos competitivos em relação ao mercado externo. Então se espera que esse efeito contribua para o aumento dos lucros das empresas no mercado interno. Por outro lado, os insumos importados pelas empresas ficam mais caros, podendo impactar negativamente seus lucros. Neste sentido o efeito líquido será determinado através do sinal estimado do parâmetro da taxa de câmbio real;

$dcamb_{it}$ é a variável que vai identificar as especificidades das políticas

cambiais nos governos FHC e Lula. Ela assume valor 0 (zero) vezes $camb_t$ nos períodos do governo FHC e 1 (um) vezes $camb_t$ no governo Lula. Ela servirá para identificar em qual dos governos a política cambial foi mais favorável para o aumento dos lucros das empresas;

$impmund_t$ é a variável *importações mundiais* no período t . Se espera que quanto maior for as importações mundiais por produtos internos, maiores deverão ser os lucros dessas empresas. Observe que essa variável pode também ser considerada como uma *proxy* do crescimento mundial. Logo, isso reforça que essa variável deve apresentar um impacto positivo no lucro das empresas;

$investliq_{it}$ é a variável que representa o *investimento como proporção do patrimônio líquido* da i -ésima empresa no período t ;

t_i é a variável *tempo* que representa uma tendência linear. Essa variável assume valores de 1 a 36 compreendendo o período amostral entre os anos de 1998 a 2006;

t_i^2 é a variável *tempo ao quadrado* que representa uma tendência quadrática. Essa variável também assume valores de 1 a 36, mas com os valores ao quadrado, compreendendo o período amostral entre os anos de 1960 a 1995. O objetivo da introdução das variáveis t_i e t_i^2 no modelo é para identificar como se comportou os lucros das empresas nos governos FHC e Lula. Em outras palavras, elas identificarão em qual dos governos a tendência foi maior.

Desde que a estimação do modelo (1) será feita utilizando dados em painel, faz-se necessário antes realizar um teste estatístico para verificar se estima o modelo com efeitos fixos ou aleatórios. Neste sentido, realiza-se o teste do Multiplicador de Lagrange de Breusch – Pagan, cujo resultado apontou para a estimação do modelo através de efeitos aleatórios¹.

Desta forma, estimou-se o modelo (1) através de Mínimos Quadrados

¹ Considerando o modelo, $lucro_{it} = X\beta + e_i + \varepsilon_{it}$, em que X é um vetor de variáveis explicativas e β o vetor dos respectivos parâmetros, o teste de Breusch–Pagan testa a hipótese nula de que a variância de e_i é igual a zero. O valor – P da estatística Qui-quadrado foi igual a zero rejeitando-se assim a hipótese de efeitos fixos.

Generalizados (MQG) com efeitos aleatórios, cujos resultados se encontram dispostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Modelo Estimado por Mínimos Quadrados Generalizados com Efeitos Aleatórios

Var. dep. ($lucro_{it}$)	Coefficientes	Desvio Padrão	Estatística t	Valor - P
$ccpct_{it}$	-11.861,38	6.757,72	-1,76	0,079
$camb_t$	-3.258,99	1.689,48	-1,93	0,054
$dcamb_{it}$	1.970,88	645,81	3,05	0,002
$impmund_t$	1.034,35	169,40	6,11	0,000
$investpliq_{it}$	1.162,67	4.998,89	0,23	0,816
t_i	846,47	7.487,03	0,11	0,91
t_i^2	-1.253,75	307,04	-4,08	0,000
Constante	-1.003.788	280.519,90	-3,58	0,000

Fonte: BOVESPA

De acordo com os resultados da Tabela 1, fixando o Valor – P em 10%, observa-se que as variáveis $ccpct_{it}$, $camb_t$, $dcamb_{it}$, $impmund_t$ e t_i^2 foram todas estatisticamente significativas.

Nestes termos, o custo de capital em relação os custo total das empresas contribuiu no período para uma diminuição de seus lucros. Como discutido anteriormente, esse resultado parece indicar que as empresas não conseguiram repassar para seus preços esse custo parecendo indicar que mercado se encontra muito mais em concorrência perfeita do que em oligopólio.

Em relação à política cambial, o resultado mostra que existe um relação negativa entre a taxa de câmbio real e o lucro das empresas. Além do mais, quando se consideração os valores estimados das variáveis $camb_t$ e $dcamb_{it}$, observa-se que no período Lula o impacto do câmbio real foi muito mais forte do que na era FHC. Portanto, como a desvalorização cambial no governo Lula foi maior, os lucros das empresas apresentaram resultados mais expressivos. Assim sendo, os lucros maiores das empresas no governo Lula podem ser justificados em função das intensas desvalorizações cambiais posta em prática no seu governo. O canal de transmissão nesse mecanismo deve ter sido via aumento de preços mais competitivos de nossos produtos em relação ao mercado externo.

As importações mundiais apresentaram impacto positivo nos lucros das empresas. O crescimento mundial apresentado nestas últimas décadas implicou consequentemente no aumento das importações mundiais. Esse efeito teve implicação direta no aumento das exportações dos países considerados emergentes no qual o Brasil se encontra inserido. Assim sendo, as empresas se beneficiaram aumentando seus lucros. Vale salientar, que as importações mundiais em média no governo FHC foram menores quando comparado ao período do governo Lula. Desta forma, o governo Lula se beneficiou de uma época em que o mundo apresentou um crescimento mais significativo.

O investimento como proporção do patrimônio líquido não apresentou efeito estatístico significativo, portanto, não influenciando os lucros das empresas.

Em relação à tendência de crescimento dos lucros das empresas, quando se analisa os valores e intensidades estimados das variáveis t_i e t_i^2 , conclui-se que de fato os lucros foram maiores no governo Lula do que no governo FHC. No entanto, deve-se atentar para o fato de que os determinantes que influenciaram os lucros das empresas brasileiras fora o maior crescimento mundial que, implicou num aumento das importações no mundo, e a intensa política de desvalorização cambial praticada no período. Esses dois efeitos foram mais intensos justamente no período do governo Lula.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo avaliar alguns elementos que seriam listados como determinantes do lucro das empresas de capital aberto que compõe o IBOVESPA, bem como, mensurar o diferencial de comportamento dos lucros das empresas brasileiras de capital aberto que compõe o IBOVESPA entre os governos FHC e Lula.

Para viabilizar esse trabalho utilizaram-se como variáveis explicativas do Lucro o custo de capital em relação ao custo, taxa de câmbio real, importações mundiais, o investimento como proporção do patrimônio líquido, o tempo que representa uma tendência linear, tempo ao quadrado que representa uma tendência quadrática, e uma variável dummy para captar o efeito da política cambial entre os governos FHC e Lula. Ademais, tais variáveis formam um painel de dados, pois combinam dois tipos de análise, *cross-section* e série temporal.

De acordo com a disposição da base dados, utilizou-se da metodologia de dados em painel para estimar o modelo econométrico. Tal metodologia se faz necessário a realização do teste do multiplicador de lagrange de Breusch – Pagan, cujo resultado apontou para a estimação do modelo através de efeitos aleatórios. Sendo assim, o modelo foi estimado pelo método de Mínimos Quadrados Generalizados com efeitos aleatórios.

No modelo estimado, todas as variáveis se apresentaram estatisticamente significantes, com exceção do investimento como proporção do patrimônio líquido. O custo de capital apresenta uma relação negativa com o Lucro das empresas, sugerindo, que estas empresas devam estar inseridas no mercado de concorrência perfeita. A relação entre a política cambial e o lucro também é negativa, e ainda, o impacto do cambio real foi mais forte no durante o governo Lula. Com isso, os lucros das empresas foram maiores no governo Lula, talvez em função das desvalorizações cambiais praticadas durante os anos de 2003 a 2007.

No que concerne a análise das importações mundiais, estas apresentaram impacto positivo nos lucros das empresas. O aumento das exportações dos países emergentes (importações mundiais) se deve ao crescimento mundial apresentado nestas últimas décadas. Com isso, um aumento das importações mundiais beneficia as empresas de capital aberto que compõe IBOVESPA de maneira a aumentar seus lucros.

E por fim, mas não menos importante, vale destacar as tendências, linear e quadrática, utilizadas para mensurar e distinguir o efeito dos governos FHC e Lula. E de acordo com os coeficientes estimados pode-se inferir que os lucros foram maiores no governo Lula em relação ao governo FHC.

Em suma, os resultados apresentados por esse estudo sobre os determinantes do lucro das empresas de capital aberto foram mais intensos no período do governo Lula. Seja devido ao maior crescimento mundial que, implicou num aumento das importações no mundo, ou a intensa política de desvalorização cambial praticada no período.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, Aswath, **Finanças Coporativas**:Teoria e prática, Bookman, 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira** – essencial. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE, **Princípios fundamentais e normas brasileiras de contabilidade de auditoria e perícia**: Brasília: CFC, 2003.

WOOLDRIDGE, Jeffrey. **Econometric Analysis of Cross Section an Panel Data**.

TOBIN, James. A Proposal for International Monetary Reform", **Essays in Economics**.

KEYNES, John Maynard, **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**, Nova Cultural, S.Paulo, 1983.

ABREU, M. P. **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. 10. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

DIEESE. **Dez perguntas e respostas para entender a dívida pública brasileira**. São Paulo, fev. 2006. (Nota Técnica, 14).

DORNBUSCH, R; FISHER, S. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 1991.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas**: teoria e prática no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

FILGUEIRAS, L. ***História do Plano Real***. São Paulo: Boitempo, 2000.

PAULANI, L. M; BRAGA, M. B. ***A nova contabilidade social***. São Paulo: Saraiva, 2000.

www.planalto.gov.br, **DECRETO-LEI Nº 1.598**, DE 26 DE DEZEMBRO DE 1977, D.O.U. de 27.12.1977.

Revista de Economia, v. 33, n. 2 (ano 31), p. 159-164, jul./dez. 2007. Editora UFPR

Revista Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, p. 30 - 38, out/2003.

www.economica.com

<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata>

SÁ, Antonio Lopes de. **Conceito Contábil de Lucro**. Disponível em http://www.crcba.org.br/boletim/artigos/conceito_contabil_de_lucro.pdf. Acesso em: 27 nov. 2008.