

Afinal, O Que Pensa O Mercado Sobre O Diferimento Cambial?

Análise do Diferimento Cambial de 1999

□ **Fortunee Rechtman Szuster**
 □ **Álvaro Vieira Lima**

□ Mestre em contabilidade pela UERJ e professora da FGV
 □ Coordenador do Programa de Mestrado de Ciências Contábeis da UERJ

1 - INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a reação do mercado frente ao posicionamento das principais empresas brasileiras que procederam ao diferimento cambial, permitido pela Medida Provisória nº 1.818, de 25 de março de 1999, posteriormente convertida na Lei 9816 de 23 de agosto de 1999, e pela Deliberação CVM nº 294, de 26 de março de 1999.

Sem a menor sombra de dúvidas pode-se afirmar que o assunto gerou controvérsias. O diferimento cambial não foi aceito pelo Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), nem está de acordo com o Conselho Federal de Contabilidade (CFC). Foi estabelecido que as demonstrações contábeis das empresas que optassem por tal procedimento deveriam apresentar ressalvas nos pareceres dos auditores e os devidos esclarecimentos nas notas explicativas.

A CSN, porém, optou por tal procedimento e foi eleita, no ano de 2000 a "Empresa do ano" pela Revista Exame sendo manchete do Jornal O Dia de 27 de janeiro de 2002 como "A Empresa que não sabe o que é estar no Vermelho".

Num momento em que a falsa transparência das demonstrações contábeis está aliada a perdas para muitos acionistas e a credibilidade da Contabilidade vem sendo questionada por seus usuários é de grande importância o debate da reação do mercado frente a procedimentos contábeis contraditórios.

2- QUAL A ORIGEM DO PROBLEMA ?

A partir da implantação do Plano Real, em 1994, o Governo federal desenvolveu uma política que gerou uma elevada apreciação do real frente ao dólar como forma de reduzir a possibilidade do aumento da taxa de inflação. Este posicionamento incentivou diversas empresas brasileiras a captarem recursos no exterior.

Muitas empresas iniciaram o ano de 1999 com um elevado endividamento em dólares. Estas dívidas haviam sido estimuladas pela política governamental de altos juros internos, com a manutenção do real superavaliado frente ao dólar, em decorrência do mecanismo denominado "âncora cambial". Outro aspecto relevante decorreu da tradicional escassez de financiamentos nacionais de longo prazo. As aplicações efetuadas estavam em estágio de maturação, impossibilitando o resgate dos passivos.

No primeiro trimestre de 1999, a âncora cambial ficou insustentável, e o Real sofreu uma grande desvalorização frente às demais moedas estrangeiras. Em 13 de janeiro a taxa de câmbio para o dólar era de R\$ 1,2114. Este atingiu seu auge em 03 de março quando chega a R\$ 2,1647. A variação no final do 1º trimestre foi de 42,47%, com o dólar cotado a R\$1,7220.

O Governo Federal permitiu às empresas que possuíam endividamento indexado à moeda estrangeira a opção de reco-

nhecer o impacto no resultado contábil em quatro anos, de forma linear. Do ponto de vista fiscal, o reconhecimento foi efetuado de imediato no 1º trimestre de 1999.

Nessas condições, tal diferimento, ao reconhecer o efeito contábil dissociado do efeito tributário, possibilitou a melhoria do resultado contábil das empresas, sem conseqüências sobre seus fluxos de caixa. É possível admitir que tal medida permitiu que empresas passassem do prejuízo ao lucro.

3- AFINAL, PODEMOS CONSIDERAR O MERCADO EFICIENTE?

Segundo a Hipótese da Eficiência do Mercado (HEM) o preço da ação deve traduzir, de forma completa e instantânea, toda a informação relevante disponível a respeito dessa ação. O mercado de ações seria racional, refletindo nos preços, de forma rápida e não tendenciosa, a informação disponível. O fato do diferimento cambial não ter efeitos fiscais não causa impacto direto no fluxo de caixa. Nessas condições, esperar-se-ia que a opção do diferimento não alterasse o valor da empresa.

Segundo a Hipótese de Fixação Funcional (HFF) o mercado reage a informações contábeis, sejam patrimoniais ou de resultados, não importando se elas, de alguma forma alteram ou não os fluxos de caixa da empresa. Nessas condições, os lucros contábeis seriam uma informação

relevante, independentemente dos procedimentos utilizados na sua geração.

4 - QUAIS SERIAM AS MOTIVAÇÕES DAS EMPRESAS PARA MUDANÇAS NOS CRITÉRIOS?

As empresas que optaram por utilizar o diferimento estavam conscientes que poderiam ser criticadas.

Segundo Kieso, Weygandt & Warfield é difícil, principalmente para a auditoria, determinar se um tratamento contábil alternativo é feito visando melhoria informacional de uma realidade ou para diminuição de impostos.

Como motivações para a mudança podem ser destacados:

- os custos políticos - quanto maior a empresa, menos propensa estará em adotar métodos contábeis que diminuam seus lucros, já que este tipo de empresa está mais sujeita a questionamentos pelo governo e pelos sindicatos;
- estrutura de capital - se a empresa pretende pagar dividendos, mais propensa estará em adotar métodos contábeis que propiciem o aumento dos lucros, ao contrário da que pretende reter seu capital;
- pagamento de bônus - quando o pagamento dos administradores é atrelado ao lucro da empresa será escolhido o método que o maximize;
- suavização dos lucros - as empresas são levadas a administrar seu lucro já que um crescimento regular de 10% ao ano seria preferível a um crescimento de 30% em um período seguido de uma queda de 10% no seguinte.

Segundo o Jornal Valor Econômico de 16 de novembro de 2001 a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) optou pelo diferimento das perdas cambiais entre janeiro e setembro de 2001 motivada pela necessidade de pagar elevados dividendos aos acionistas, em especial sua controladora Vicunha, para pagamento de empréstimos usados no aumento da participação acionária da empresa. Outro motivo era a existência de eurobônus com cláusula de liquidação ligada à relação dívida/patrimônio. Caso esta relação se deteriorasse a CSN teria de recomprar seus títulos.

5 - O QUE SIGNIFICA PARA OS CONTADORES E AUDITORES O DIFERIMENTO CAMBIAL?

O fato das empresas optarem ou não pelo diferimento cambial não foi tratado como relevante pelas revistas econômicas da época, inclusive os poucos artigos publicados apresentavam uma visão distorcida.

A contestação com maior veemência foi efetuada pelos profissionais da contabilidade. O IBRACON apresentou o Comunicado Técnico nº2/99 exigindo, por parte dos auditores, que fosse efetuada uma ressalva no parecer dos auditores em todas as empresas que optaram pelo diferimento cambial.

Tal fato pode ser justificado, em primeira instância, pela transparência e neutralidade que as Demonstrações Contábeis devem possuir para sua avaliação pelo mercado. O diferimento não atende a um aspecto fundamental da contabilidade, o Princípio da Competência de Exercícios que reconhece os efeitos econômicos no momento de sua realização, desvinculado do reflexo financeiro. O diferimento foi também um procedimento não conservador, representando uma ruptura com a tendência atual das instituições contábeis normatizadoras a nível mundial e que constitui um aspecto desejado pelos analistas. De forma simultânea prejudica, de forma decisiva, a consistência dos procedimentos da empresa dificultando a comparação entre os anos de 1998/1999, e com os períodos subsequentes, além de prejudicar a comparabilidade entre as empresas que diferiram e as que não o fizeram.

Jorge Vieira, analista da CVM, em seu artigo no Boletim IOB 2/2002, afirma que... "os malefícios causados pelo diferimento das variações cambiais excedem em muito os perceptíveis benefícios proporcionados".

Paulo Estevão, presidente da Price Waterhouse Coopers, na Folha de São Paulo de 27.03.99, afirma ser difícil sustentar, sob o ponto de vista da técnica contábil, a permissão para o diferimento cambial. Lembra que o IBRACON nas Máximas de 1979 e 1983 recomendou que as perdas cambiais das empresas, sob o ponto de vista contábil, não fossem diferidas para balanços futuros.

Marcelo Bessan, sócio de auditoria da

KPMG declara no Valor Econômico de 11.05.99 que a ressalva, comumente usada para apontar erros graves na elaboração das Demonstrações Contábeis, não teria o peso que geralmente tem porque as empresas possuem o respaldo da CVM.

6 - O QUE DIZEM OS EXECUTIVOS ?

Tendo como base notícias veiculadas nos diversos jornais, tem-se diversos posicionamentos quanto a opção das empresas de proceder ao diferimento cambial.

Nelson Niero, jornalista, em sua matéria no Valor Econômico de 11.05.99 pondera que deve ser levado em consideração que o Brasil passava por uma grave crise econômica, além de estar com a imagem arranhada no exterior.

A Bahia Sul, a Companhia Siderúrgica Nacional e a Companhia Petroquímica do Nordeste tiveram sua dívida aumentada em decorrência da desvalorização do real. Os resultados do primeiro trimestre refletiram apenas uma pequena parte do rombo que a desvalorização abriu nas contas das empresas endividadadas em dólar graças a opção pelo diferimento cambial, diluindo tal choque em quatro anos, o que causou polêmica entre administradores, auditores e analistas de investimentos.

Bernardo Szpigel, diretor financeiro da Bahia Sul afirma, nesta matéria, que um especialista iria interpretar os números com o efeito do diferimento e sem este procedimento. Entretanto muita gente iria direto à última linha do resultado. Para a sua empresa o diferimento não causou nenhum desconforto pois a perda cambial se transformaria em ganho à medida que fossem sendo contabilizadas as receitas com a exportação.

Segundo a Gazeta Mercantil de 11.05.99 a Companhia Siderúrgica Tubarão (CST) apresentou, no primeiro trimestre de 1999 um prejuízo líquido de R\$356,8 milhões comparado a um lucro líquido de R\$37,5 milhões em igual período de 1998. A CST, maior exportadora mundial de placas de aço, optou por lançar todo o impacto negativo da desvalorização cambial sobre as dívidas em dólar de uma só vez, se liberando para futuros resultados, segundo seu diretor financeiro e de relações com o mercado Antônio Lima Filho. Cerca de 92% de seu endivi-

damento em 31 de março de 1999 era vinculado ao dólar, em linha com o hedge natural da empresa, que tem mais de 90% das suas receitas provenientes de exportações. Declarou julgar que o diferimento seria mal entendido pelos analistas internacionais.

A Petrobrás apresentava um hedge natural contra a variação do dólar, uma vez que 96% de suas receitas são atreladas à moeda americana. Deste modo, decidiu não optar pelo diferimento, reconhecendo toda a perda com o câmbio de uma só vez no resultado do primeiro trimestre, apresentando prejuízo. Ao longo do ano essa situação se reverteu e a empresa fechou com lucro o ano de 1999.

A Aracruz Celulose, que possuía títulos em Frankfurt e em Nova Iorque não procedeu o diferimento por elaborar o balanço pelas regras norte-americanas que não permitem o diferimento cambial. Apresentou um prejuízo líquido de R\$166,3 milhões no 1º trimestre que, sem as perdas cambiais seriam um lucro de R\$61,6 milhões.

João Luís Tenreiro Barroso, diretor executivo do centro corporativo e de relações com investidores declara que a empresa que não difere fica "refém" de suas contas e precisa fazer cada vez mais hedge, o que implica em alto custo de proteção cambial.

7- E A OPINIÃO DOS USUÁRIOS?

Segundo o Jornal a Folha de São Paulo de 27.03.99, o diferimento cambial diminuiu o impacto negativo das perdas provocadas pela desvalorização do real. Para efeito de tributação, esses prejuízos já foram lançados integralmente no resultado deste ano. Por outro lado, produziu uma melhoria artificial dos resultados. A adoção dessa norma foi reivindicada ao Ministério da Fazenda pela CVM.

Segundo Ricardo Pinheiro, assessor especial da Receita Federal, nesta mesma matéria da Folha de São Paulo, houve o cuidado de manter-se a integridade do ponto de vista de tributação. O objetivo seria impedir que, a partir dos balanços, os investidores viessem a retirar o capital injetado nas empresas por meio da venda de ações.

Vicente Ianelli Neto, advogado tributário afirma que a Medida Provisória nº 1818 é benéfica para as empresas porque o re-

gistro de uma grande perda financeira dificultaria a obtenção de empréstimos, além de provocar a venda de suas ações por investidores assustados com o impacto contábil negativo da maxidesvalorização cambial.

Maria Helena Santana, superintendente executiva de relações com empresas da Bolsa de Valores de São Paulo, na Gazeta Mercantil de 16.05.01, diz que o impacto da desvalorização do real concentrada em curto período poderia obrigar companhias a iniciar precocemente a renegociação de suas dívidas. Ao lançar determinados tipos de papéis as empresas comprometem-se com os credores a manter certas relações entre determinadas contas, como a proporção entre a dívida e o patrimônio líquido. Se romperem o compromisso, podem ter de resgatar antes os papéis.

O analista do Unibanco, Basílio Ramalho ressaltou o efeito psicológico da medida por evitar que as empresas apresentassem prejuízos muito elevados.

O diretor da Ágora Corretora, Álvaro

Bandeira, no Jornal do Comércio de 28.09.01, declara que a partir do momento em que as companhias diferem os efeitos da desvalorização cambial em seus resultados e dividem essas perdas por quatro anos, elas passam a contabilizar números mais positivos. A partir daí, suas ações podem ter uma performance melhor na Bolsa.

8 - PESQUISA DESENVOLVIDA

O ponto de partida deste trabalho foi a identificação das empresas abertas brasileiras que optaram pelo diferimento cambial. Partimos da relação de companhias abertas relacionadas no artigo de Ariovaldo dos Santos - Contabilidade das Variações Cambiais. Complementamos tal relação através de pesquisa realizada na Infoinvest, na Economática e na CVM.

No período selecionado havia 1030 empresas de capital aberto, 474 listadas na Bovespa. Oitenta e nove empresas efetuaram o diferimento:

Tabela 1. Nome Fantasia Das 89 Empresas Que Optaram Pelo Diferimento

1. Acesita	29. Concer	57. Medial Saúde	85. VARIG
2. Aç Portobello	30. Constr.A.Velloso	58. Micheletto	86. VASP
3. Alcoa	31. Correio Popular	59. MRS Logística	87. Vicom
4. Antarct.Paulista	32. Copene	60. Nitrocarbono	88. Vicunha NE
5. Arteb	33. Cosuel	61. Nova Era Silicon	89. Wetzel
6. Autel	34. Crown CorkEmbal.SA	62. Pão de Açúcar	
7. Bahia Sul	35. CSN	63. Petroq. União	
8. Bayer Polímeros	36. DFVasconcelos	64. Portobello	
9. BBM Participaç.	37. Dhb	65. Prensas Schuler	
10. Belgo-Min.Part.	38. Ecisa Eng.	66. Pronor Petroq.	
11. Belgo-Min.Pirac.	39. EEVP	67. Recrusul	
12. Belgo-Mineira	40. Eisa Estaleiros	68. Ref. Petr. Ipiranga	
13. Boviél-Kyowa	41. Eletropaulo	69. Ripasa	
14. Brascan	42. Engepack	70. S.Min. Trindade	
15. Braswey	43. Estado de Minas	71. Sadia	
16. Cuiá	44. Fibam	72. Samarco Min.S.A	
17. CBTU	45. Fund. Tupy	73. Samitri	
18. Celpa	46. Gradiente Eletr.	74. Sanasa-Campinas	
19. Celulose Irani	47. Granja Saito	75. Shell	
20. Cemaf	48. Hosp.Matern.S.Luiz	76. Sifco	
21. CERJ	49. Ind. Texteis Renaux	77. Sobloco	
22. CESP	50. Intral	78. Sonae	
23. Cia EldoradoHot	51. Jari	79. Suzano	
24. Cia MelhoramentosSP	52. Josapar	80. Staroup	
25. Cimentos Liz	53. Leite Paulista	81. T.Janer	
26. Clariant	54. Liasa	82. Thyssen Sur	
27. Coelba	55. Light	83. Toniolo, Busnello	
28. Coelce	56. Maracá	84. Tsuzuki	

Destas, vinte e três foram selecionadas para a análise pois atendiam aos dois critérios considerados importantes para efetuar o trabalho:

- a) relevância do diferimento, considerando-se os diferentes graus do índice de endividamento da empresa em moeda estrangeira (Passivo US\$/Passivo).
- b) liquidez em bolsa, tendo-se definido que as empresas a serem consideradas deveriam apresentar nível de negociação que permitisse calcular o retorno mensal. As empresas que não apresentavam esta condição foram excluídas.

Após delimitação da amostra-alvo de nossa pesquisa passou-se a trabalhar na escolha das empresas que comporiam a amostra de controle. As Revistas Exame - Melhores e Maiores de junho de 2000 e Balanço Anual da Gazeta Mercantil - 2000 foram pesquisadas para esta escolha. As empresas pares deveriam possuir os mesmos pré-requisitos de seleção do primeiro grupo: companhias abertas, com liquidez em Bolsa, de mesmo setor da respectiva empresa da amostra-alvo e grau de endividamento em moeda estrangeira que oferecesse comparabilidade com o primeiro grupo. A única diferença desejada é que não tivessem diferido a variação cambial.

Tabela 2- Pares Casados de Empresas Considerados no Estudo:

NOME FANTASIA	PAR PROPOSTO
Setor: Metalurgia/Aço	
Acesita	Tubarão
CSN	Usiminas
Belgo-Mineira	Gerdau-Met.
Micheletto(Parafuso)	Confab
Energia Elétrica	
Eletropaulo	CEMIG
Light	Copel
CERJ	Escelsa
Cemat	CELPE
Cesp	Coelba
Celulose e Papel	
Suzano	Aracruz
Ripasa	VCP
BahiaSul	Klabin
Prod. Petroquímicos	
Copene	Petroflex
Pronor Petroquímica	Oxiteno
Petroq.União	Polialden
Nitrocarbono	Copesul
Ref.Pet.Ipiranga	Ciquine
Mineração	
Samitri	Magnesita
Autopeças	
Recrusul	Marcopolo
Bebidas	
Antártica Paulista	Brahma
Transp.Aéreo	
VARIG	TAM
Varejo	
Pão de Açúcar	Globex
Prod.Aliment.	
Sadia	Perdigão

Algumas limitações dificultaram nosso estudo. O fato de só terem sido encontradas vinte e três empresas com os pré-requisitos limitaram o tamanho da amostra. Por seu lado, as Demonstrações Contábeis não apresentaram uniformidade, prejudicando, por vezes, a comparabilidade. Na maioria dos casos, nas Notas Explicativas, não é apresentado, de forma clara e objetiva, o montante do passivo em moeda estrangeira, assim como o momento em que a empresa amortizou o valor diferido. O motivo pelo qual foi definida a opção pelo diferimento cambial também não é evidenciado, não caracterizando as razões da empresa.

O objetivo pretendido era analisar a reação do mercado na época da desvalorização cambial e na época do anúncio da adoção do diferimento. Esta reação seria medida pela comparação entre o retorno observado dos preços das ações destas companhias e o retorno observado dos preços das empresas da amostra de controle, composta, conforme visto an-

teriormente, de empresas que, na medida do possível, fossem comparáveis à amostra-alvo, diferenciadas apenas pelo fato de não terem optado pelo diferimento cambial. Das Notas Explicativas do 1º Trimestre de 1999 foi retirada a quantia diferida. Das Demonstrações de dezembro de 1998 foram obtidas suas receitas líquidas, assim como seu passivo e percentual deste em moeda estrangeira.

Além destes, outros dados foram obtidos de modo a complementar a análise: a existência ou não de ADR, o faturamento em real e dólar no ano de 1999 (quando divulgado), a possível baixa do diferimento, o exigível a longo prazo, patrimônio líquido e informações sobre a distribuição de dividendos.

O quadro a seguir apresenta, para ambos as amostras, a média da variável índice de endividamento, calculada com base no valor do passivo em moeda estrangeira dividido pelo valor do passivo (passivo em moeda estrangeira/passivo circulante + exigível a longo prazo).

Quadro 1 – Média da Variável Índice de Endividamento

	Diferidas Amostra-alvo	Não Diferidas Controle	Estat T
Índice de Endividamento	35,88	36,59	0,895

Fonte: Baseado em dados da Economática

Não se pode rejeitar a hipótese de igualdade entre as duas amostras em relação à referida variável, cabendo ressaltar que a média de endividamento das empresas que não diferiram é ligeiramente superior à média das que diferiram.

8.1. Tratamento dos Dados

Tomou-se a cotação de fechamento mensal da ação mais negociada de cada uma das 23 empresas componentes de cada amostra, usando-se as informações

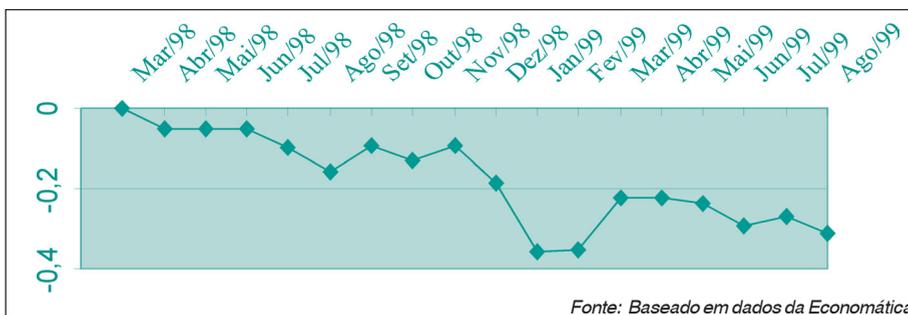
disponibilizadas pela Economática.

A seguir calculou-se o retorno mensal destas ações, no período de março de 1998 a agosto de 1999. Foi, então, obtida a média dos retornos mensais de cada amostra.

Para cada mês observado calculou-se a diferença entre a média dos retornos da amostra-alvo e a média dos retornos da amostra de controle. Finalmente, acumulou-se o valor das diferenças obtidas.

Para melhor visualização deste processo apresenta-se, a seguir, o gráfico desta diferença acumulada.

Figura 1 – Diferença Acumulada das Médias dos Retornos das Amostras



8.2. Hipótese de Trabalho

Nossa hipótese de trabalho é a de que não deveria existir diferença entre as reações das amostras, uma vez que o diferimento, na forma como foi implementado, não altera o fluxo de caixa das empresas. Esta hipótese baseia-se na HEM, segundo a qual o valor das empresas não deveria mudar em função da decisão de adotar o diferimento cambial.

Por outro lado, caso seja possível rejeitar a hipótese nula, esta rejeição poderia ser feita em favor da HFF, a qual sustenta que o mercado reage a intervenções que alteram o lucro contábil das empresas, independentemente do fato do evento em questão alterar ou não o fluxo de caixa das empresas.

8.3. Resultados

A análise visual do gráfico das diferenças acumuladas sugere um comportamento sistematicamente inferior da amostra das empresas que diferiram a variação cambial. Este comportamento é acentuado no mês de janeiro de 1999, mês da desvalorização cambial. Por outro lado, no mês do anúncio da adoção do diferimento cambial o comportamento se inverte, indicando que a amostra-alvo tem comportamento superior à amostra de controle.

O motivo pelo qual tais empresas apresentavam desempenho no mercado de ações inferior ao grupo que não optou pelo diferimento cambial não é explicitado nas Demonstrações Contábeis, na Economática ou em notícias veiculadas em jornais e revistas. É pouco provável a existência de uma razão única que explique este comportamento para as 23 empresas. Não foi, ainda, possível fazer observações sobre as razões do diferimento.

A seguir foi aplicada a prova dos sinais de Wilcoxon onde são considerados não só o sentido da diferença dentro de cada par, mas o seu valor, sendo atribuída maior ponderação a um par com maior diferença.

Os valores positivos e negativos dos meses de março de 1998 a agosto de 1999 são considerados. O mês de março de 1999, porém não o foi por representar o momento do evento.

Um total negativo de 109 e um total positivo de 44 são encontrados, ensejando a probabilidade unilateral de 6,2%,

para a hipótese nula de igualdade de comportamento.

O quadro a seguir apresenta a diferença dos 18 retornos mensais das duas amostras, e o valor da probabilidade associada ao valor do Teste T bilateral, para pares casados aplicado à diferença das médias:

Quadro 2 - Diferença dos 18 Retornos Mensais das Duas Amostras

Mês	Diferença	Probabilidade Associada à t
Mar-98	0,0055	95,18%
Abr-98	-0,0524	25,09%
Mai-98	0,0019	94,91%
Jun-98	-0,0009	97,55%
Jul-98	-0,0462	22,11%
Ago-98	-0,0626	7,50%
Set-98	0,0679	16,40%
Out-98	-0,0364	38,72%
Nov-98	0,0351	54,80%
Dez-98	-0,0931	10,37%
Jan-99	-0,1726	8,29%
Fev-99	0,0061	90,01%
Mar-99	0,1284	9,92%
Abr-99	0,0010	98,86%
Mai-99	-0,0127	74,10%
Jun-99	-0,0560	46,09%
Jul-99	0,0226	63,05%
Ago-99	-0,0428	46,40%

Fonte: Baseado em dados da Economática

Por esta tabela pode-se observar o valor das diferenças obtidas nos meses de janeiro e março de 1999. O mês de janeiro, mês da desvalorização cambial, é o que apresenta a maior diferença negativa. O mês de março, mês da autorização do diferimento da variação cambial, é o que apresenta a maior diferença positiva entre os retornos das amostras. O quadro a seguir apresenta a média dos retornos das duas amostras que produziram as diferenças dos meses de janeiro a março:

Quadro 3 - Média dos retornos das duas amostras que produziram as diferenças dos meses de janeiro a março

	DIFERIDAS	NÃO DIFERIDAS	DIFERENÇA
JANEIRO	-0,0135	0,1591	-0,1726
MARÇO	0,3093	0,1809	0,1284
DIFERENÇA MAR - JAN	0,3228	0,0218	
PERCENTAGEM ASSOCIADA A T	2,36%	86,51%	

Fonte: Baseado em dados da Economática

A análise deste quadro sugere que o fator determinante no valor da diferença entre os retornos nos referidos meses é o comportamento da amostra de empresas que adotaram o diferimento já que os retornos da amostra das empresas que não diferiram é bastante próximo nos dois meses. Observa-se que a hipótese de igualdade de retorno nos dois meses da amostra das empresas que diferiram a variação cambial só pode ser aceita ao nível de 2,36%.

Estes resultados precisam ser considerados com muita cautela. Em primeiro lugar a amostra é pequena. Em segundo lugar, a análise está restrita a uma única ocorrência. O ideal seria um estudo cross-section no qual o evento pudesse incluir a reação do mercado em todas as épocas em que ocorreram desvalorizações significativas. Assim, um viés não identificado nas amostras poderia produzir o efeito que estamos associando ao diferimento da variação cambial. Infelizmente não foi possível obter os dados necessários à realização deste estudo mais completo.

De qualquer modo, o gráfico sugere que, em média, as empresas que diferiram atravessavam uma fase com perspectivas inferiores às das empresas de controle. Estas perspectivas se agravaram com a desvalorização cambial de janeiro de 1999. Ao adotarem o diferimento da variação cambial obtiveram do mercado uma reação positiva a esta decisão.

9 - CONCLUSÕES

"I don't read the president's message in an annual report. I just look at his picture. If he's smiling too hard,

I know the company's in big trouble"
Michael Thomsett

Segundo Paul Krugman em artigo veiculado pelo Jornal O Globo de 02 de fe-

vereiro de 2002 sobre o Caso Enron, é fácil uma empresa com lucro modesto, ou até prejuízo, maquiarse para apresentar lucratividade. Declara que o objetivo de se inflar os lucros é o de elevar o valor das ações, ajudando a empresa a crescer, obter empréstimos mais fáceis, além de valorizar o balanço pessoal dos acionistas.

As Demonstrações Contábeis constituem o grande canal de comunicação entre as empresas e os investidores que financiam a atividade empresarial. O conteúdo informacional da Contabilidade é um aspecto muito importante que vem sendo analisado e provado de forma constante principalmente nos países onde o mercado de capitais tem uma presença marcante na economia.

A opção pelo diferimento da variação cambial contradiz de forma direta a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade, principalmente o Princípio do Confronto das Despesas com as Receitas e com os Períodos Contábeis, a Convenção do Conservadorismo e a Convenção da Consistência.

Em termos das características qualitativas da informação contábil, impacta a Comparabilidade. Em termos conceituais a decisão pelo diferimento pode ser analisada de forma análoga ao posicionamento decorrente quando uma empresa procede ao uso de um critério alternativo.

Este trabalho objetivou apresentar uma contribuição para a Contabilidade brasileira bem como ao Mercado de Capitais, ao produzir uma evidência que retrata a reação dos investidores, em um momento histórico do país, frente a uma importante decisão das empresas com reflexo nas Demonstrações Contábeis.

Este tipo de pesquisa integrante da Contabilidade positiva é de grande utilidade por permitir que seja estabelecida uma política contábil que otimize os objetivos das empresas.

Estas, ao estabelecer sua política de divulgação, no seu relacionamento com o mercado, em diversas oportunidades têm que fazer a opção entre procedimentos alternativos.

No caso do diferimento cambial de 1999, as empresas que optaram por diferir tinham a visão que estavam atuando em um terreno complexo pois estavam adotando um procedimento permitido pelo Governo mas não aceito pela Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade e não

respaldado pela maioria dos analistas relacionados ao mercado de capitais.

Os testes realizados de acordo com a metodologia aplicada indicaram que o mercado reagiu favoravelmente à decisão de diferir os efeitos da desvalorização cambial sobre o lucro, por parte das empresas mais afetadas pela referida desvalorização.

Esta reação estaria em desacordo com a HEM, já que a referida decisão não teria impacto sobre o caixa da companhia pois o diferimento não tinha efeitos fiscais.

Estes resultados deveriam ser analisados com cuidado face ao pequeno tamanho da amostra que pôde ser obtida, aliado às características das empresas que a compõem, em sua maioria, empresas consideradas como sendo de 2ª linha.

O entendimento do comportamento do mercado de ações brasileiro à opção do diferimento cambial de 1999 deve considerar diversos aspectos. De forma inicial, deve-se analisar o cenário econômico que o país vivenciava. O ano de 1999, segundo a Revista Exame Maiores e Melhores de 2000, foi o segundo pior da década, para as 500 maiores empresas privadas do país, só perdendo para 1991 sendo a desvalorização do real um dos fatores que contribuíram para o péssimo desempenho. Neste ano, apesar do crescimento das vendas a margem de lucro das maiores empresas privadas do país "encolheu".

O motivo que levou as empresas a optarem pelo diferimento ou não, não é evidenciado, devendo ser submetida a suposições dos analistas. Os motivos podem ser diversos, mas difíceis de serem definidos, uma vez que as empresas de características equivalentes, adotaram alternativas diferenciadas. O fator fundamental entre as optantes deveria ser

o perfil da dívida constituindo um nível substancial de Passivos em Moeda Estrangeira.

Não é evidenciado, nas empresas pesquisadas, se havia alguma proibição interna ao diferimento como a existência de empréstimos feitos no exterior com proibições de ressalva.

O posicionamento de algumas empresas que diferiram pode ser visualizado através de declarações de seus diretores aos jornais. Os benefícios de diferir para as empresas podem ocorrer inicialmente na redução do risco da empresa ser considerada em "default" no caso da existência de cláusulas em financiamentos, relacionadas ao valor do Patrimônio Líquido. Um fato relevante pode ser a pressão para que a empresa apresente melhores resultados mesmo que de forma artificial. Este procedimento pode acarretar o pagamento de dividendos que não deveriam ser pagos se a empresa não diferisse. Este aspecto ocorreu com algumas empresas e neste caso houve um impacto do diferimento no fluxo de caixa. Este fato configura um efeito direto na posição financeira do acionista.

Os analistas colocaram sua preferência pelo impacto negativo de imediato da perda cambial, afirmando que o diferimento gera uma distorção nas Demonstrações Contábeis. Segundo opinião destes, tal medida iria dificultar as projeções mascarando os resultados das empresas que o fizeram.

O diferimento cambial realizado por algumas empresas propiciou, ainda, uma assimetria informacional no Brasil em 1999.

Outro fator a ser considerado é o comportamental que é agravado pela dificul-

dade no entendimento de todos os efeitos do diferimento.

Segundo Alves e Torres em seu artigo "Quando a psicologia explica a reação dos investidores" na Revista Bovespa de agosto de 1999, "acredita-se que ao longo da história o ser humano tenha sofrido três grandes golpes narcisos. O primeiro deles foi aplicado por Nicolau Copérnico, quando tirou a Terra do centro do universo. O segundo foi obra de Charles Darwin, quando tirou o ser humano do centro da criação. O terceiro foi desferido por Sigmund Freud, quando tirou a razão do centro do pensamento humano. A irracionalidade humana, assustadora a princípio e ainda não muito bem aceita por todos, é a mais nova aliada da economia e das finanças na busca da compreensão e da previsão do comportamento do mercado e na formulação de um novo modelo econômico-financeiro.

O modelo de finanças comportamentais se baseia, por um lado, na crença que o investidor aja racionalmente, sendo capaz de considerar todas as informações disponíveis no processo de tomada de decisões. Por outro lado, segundo o modelo comportamental o investidor decide influenciado por emoções e erros cognitivos, logo, de forma irracional.

Rubstein, porém, acredita que o mercado seja racional à medida que os preços são fixados como se todos os investidores o fossem.

A presente pesquisa não encerra o assunto. Muito pelo contrário. Por termos finalizado nossa dissertação no momento em que as empresas novamente se viram frente a opção de proceder o diferimento cambial dada a situação que vivenciou o Brasil no ano de 2001, esta poderá servir de subsídio a novos trabalhos.

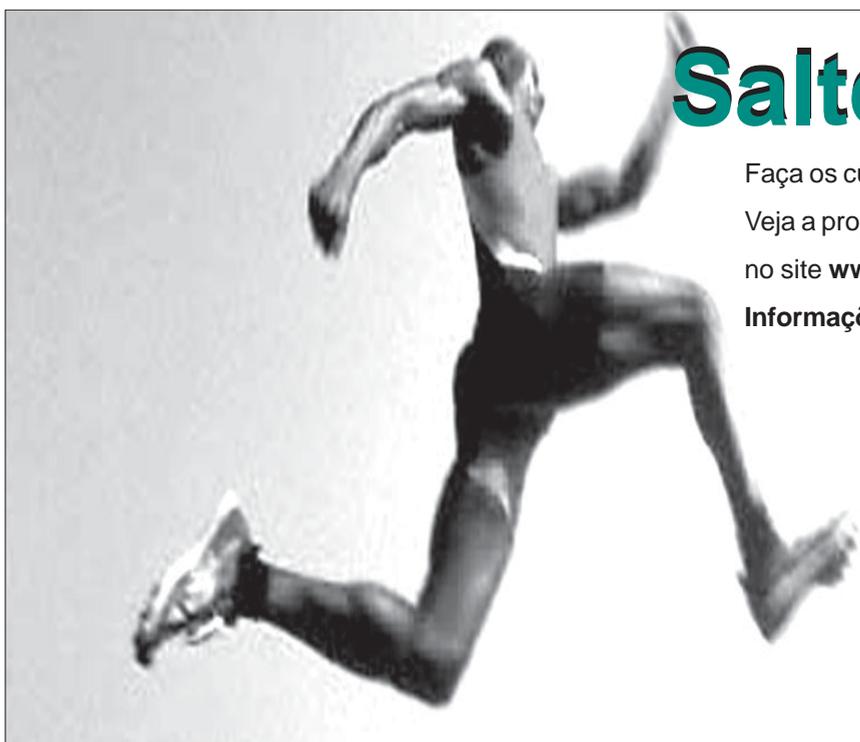
Anuncie aqui!

Verifique os valores dos nossos anúncios. Divulgue seus serviços, produtos ou empresa.

Ligue: (21) 2216-9504

10. BIBLIOGRAFIA

- ASSAF, Alexandre Neto. *Mercado Financeiro* 3.ed. São Paulo: Atlas.2000
- BASU. *The Conservatism principle and the symmetric timeliness of earnings. Journal of Accounting and Economics. EUA, v.24, n.1, p.3-37, 1997.*
- CARDOZO, Júlio Sérgio S. *Relatórios e pareceres de auditoria. São Paulo: Atlas, 1987.*
- COPELAND Thomas E., WESTON, Fred. *Financial Theory and Corporate Policy* 2nd Edition. 1983. Addison-Wesley Publishing Company Univ.California at LA
- FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: II The Journal of Finance. Vol. XLVI, n.5, p.1575-1611, dec., 1991.*
- IUDÍCIBUS, Sérgio. *O verdadeiro significado de uma teoria. Revista Brasileira de Contabilidade, Brasília, p.21-23.1995.*
- KIESO, Donald E., WEYGANDT, Jerry J., WARFIELD, Terry D. *Intermediate Accounting. 10.ed. USA: John Wiley & Sons Inc, 2001.*
- LIMA, Álvaro. *Reação do Mercado de Ações ao Anúncio de Reavaliação de Ativos. Tese de Doutorado .COPPEAD/UFRJ. 1997*
- MARTINS, Eliseu. *Variações cambiais: contabilidade e fisco. IOB Temática Contábil, São Paulo, ano 34, n.8, 2000.*
- PEROBELLI, Fernanda F. Cordeiro, NESS, Walter Lee. *Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: Um Estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro. Resenha BM&F, n. 140, p.37-140, jul./ago., 2000.*
- PORTELLA, Gualter Ramalho. *O Conservadorismo e o Conteúdo Informativo dos Lucros. UNB Contábil. Vol 2, nº 1, p9-37, 1ª semestre, 1999.*
- SANTOS Ariovaldo. *Contabilização das Variações Contábeis. 3º. Simpósio Nacional IOB de Contabilidade. São Paulo p.55-65, 21 jun., 2000.*
- WATTS, Ross, ZIMMERMAN, Jerold. *Positive Accounting Theory: A ten Year Perspective. USA: The Dryden Press, 1995.*



Salte na Frente

Faça os cursos do **CRC-RJ**
Veja a programação na Tribuna do Contabilista,
no site www.crc.org.br e na sede do Conselho.
Informações: (21) 2216-9544 / 2216-9545 / 2216-9571



CRC-RJ
Conselho Regional de Contabilidade
do Estado do Rio de Janeiro