

O Impacto da Harmonização das Práticas Contábeis Brasileiras às Internacionais na Relação entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional

EDGARD NOGUEIRA JUNIOR

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

MICHELE NASCIMENTO JUCÁ

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

MARCELO ALVARO DA SILVA MACEDO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo verificar se as recentes mudanças nas práticas contábeis brasileiras, introduzidas pela Lei nº 11.638/07, pela MP nº 449/08 (e suas alterações posteriores), pelos pronunciamentos contábeis (CPCs) aprovados até 31 de dezembro de 2008 promoveram alteração significativa na relação entre o LL e o FCO das companhias brasileiras não financeiras que participam do índice Ibovespa da BM&FBOVESPA. Esta verificação é realizada por meio do teste de diferença de médias – não paramétricos (teste de postos com sinal de Wilcoxon), para distribuições não normais - entre duas amostras emparelhadas (diferença entre LL e FCO antes e depois das mudanças das legislações contábeis) para um conjunto de 37 companhias e 96 observações no total. Para comparação foram utilizadas as informações originais e as reapresentadas para as Demonstrações Financeiras (DFs) relativas à data-base de 31 de dezembro de 2007 e as Informações Trimestrais (ITRs) relativas aos trimestres findos em 31 de março e 30 de junho de 2008. Os resultados mostram que não há diferença significativa na relação entre LL e FCO por conta das mudanças introduzidas pela nova legislação. Essa conclusão contrariou a hipótese inicialmente aventada de que a nova legislação, em razão de intensificar os *accruals*, provocaria um distanciamento de tal relação. Uma possível justificativa para este resultado é que as mudanças ocorridas são apenas parciais em relação ao conjunto de procedimentos necessários para harmonização às normas internacionais.

Harmozização às Normas Internacionais; Lucro Líquido; Fluxo de Caixa; IFRS.

1. INTRODUÇÃO

Uma das contribuições do processo de harmonização das práticas contábeis brasileiras (*Brazilian General Accepted Accounting Principals - BR GAAP*) às normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*) é a oportunidade de se refletir sobre a capacidade informacional dos relatórios financeiros.

Em especial, desde a substituição Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), estudos têm sido realizados com o objetivo de verificar o poder preditivo do lucro *versus* o caixa nas análises de projeção

dos fluxos de caixa futuros e/ou estimativa dos preços de ações. Conhecer os fluxos de caixa futuros esperados das companhias é o que permite ao mercado fixar os preços das ações, segundo Hedriksen e Van Breda (1999). Entretanto, esses estudos, tanto internacionais quanto nacionais, não são unânimes em seus resultados.

Há trabalhos que acreditam que o Fluxo de Caixa Operacional (FCO) é o melhor preditor dos fluxos futuros (BARTH *et al*, 2001). Outros acreditam que tanto o FCO, quanto o Lucro Líquido (LL) são relevantes para predizerem os fluxos de caixa futuros (BOWEN, 1986 e 1987). Nessa mesma linha, alguns destacam o fato de haver uma aproximação entre o LL e FCO no longo prazo (FINGER, 1994; LUSTOSA e SANTOS, 2006). Entretanto, para Malacrida (2009), o LL é melhor preditor do FCO no curto prazo. Por fim, há aqueles que acreditam que o LL possui maior poder de predição do que o FCO, uma vez que a diferença entre ambos decorre exclusivamente de lançamentos contábeis com natureza de *accruals* (DECHOW, 1994; DECHOW *et al*, 1998; DECHOW e DICHEV, 2002; BARTOV *et al*, 2001).

Segundo Souza (2006), a tradução literal da palavra *accrual* remete ao termo provisão ou estimativa. Quando empregado ao balanço patrimonial (BP), o termo refere-se a obrigações de pagamentos e direitos de recebimentos no futuro. Quando empregado à DRE, o mesmo refere-se à parcela do resultado que ainda não se realizou financeiramente e que é consequência da adoção do regime de competência. Para Dechow e Dichev (2002, p. 37), esse termo pode ser definido como: “[...] *Accrual* = lucro – fluxo de caixa [...]”.

Adicionalmente, as normas internacionais de contabilidade em razão de privilegiarem a interpretação dos fatos com base em sua efetiva essência econômica, têm a característica de adotarem mais comumente lançamentos contábeis exatamente com natureza de *accruals*.

Nesse contexto, ocorre que, ainda hoje, analistas financeiros preferem realizar suas projeções a partir de métodos de avaliação baseados no lucro líquido, ajustado pelas transações que impactam o caixa da companhia. Assim, considerando que no Brasil, o efetivo início do processo de harmonização das práticas contábeis se deu por meio da edição da Lei nº 11.638/07, da Medida Provisória (MP) nº 449/08 – posteriormente convertida na lei 11.941/09 e dos 14 pronunciamentos técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) aprovados até 31 de dezembro de 2008, este trabalho objetiva verificar se, de fato, as recentes alterações promovidas por essa legislação modificaram a relação entre o resultado contábil (ou LL) e a geração operacional de caixa (FCO) das companhias brasileiras analisadas neste estudo.

Logo, na hipótese de a relação entre essas variáveis estar mais próxima, o mercado de capitais poderia considerar a possibilidade de rever os métodos de avaliação atualmente utilizados, uma vez que haveria uma redução na quantidade de transações que são administradas extra lucro contábil. Nesse caso, as análises poderiam ser feitas a partir do próprio LL, reduzindo ou até mesmo eliminando a necessidade da realização de diversos e diferentes ajustes que impactam o caixa da companhia. Por outro lado, caso a diferença permaneça ou tenha aumentado, as discussões sobre qual das duas variáveis possui melhor capacidade preditiva de fluxos futuros de benefícios, continuam válidas.

Ainda que não exista mudança nessa relação (LL vs FCO), é fato que as novas práticas contábeis irão requerer uma revisão do tratamento que hoje é dado às transações que são consideradas como ajustes de caixa nos modelos de avaliações econômicas. Adiante são apresentados exemplos a respeito.

Ressalta-se que a hipótese admitida inicialmente neste trabalho é a de que haverá um distanciamento entre o LL e FCO, uma vez que as alterações decorrentes das referidas

legislações caminham no sentido de intensificar os *accruals*, cujo efeito no caixa é percebido posteriormente ao seu reconhecimento contábil, no curto e no longo prazo.

A fim de identificar a ocorrência dessas situações, este trabalho analisará a população das companhias que compõem o Índice da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), o Ibovespa, relativo ao terceiro quadrimestre (setembro a dezembro) de 2009.

Após a publicação da lei 11.638/07, da MP 449/08 e suas alterações posteriores, a maior parte das companhias que participam do Ibovespa, ainda que não tenham sido obrigadas, refizeram e rerepresentaram suas Demonstrações Financeiras (DFs) relativas à data-base de 31 de dezembro de 2007, bem como as Informações Trimestrais (ITRs) relativas aos trimestres findos em 31 de março e 30 de junho de 2008.

Há que se ressaltar que as novas práticas contábeis, influenciadas fortemente por *accruals*, afetam especialmente o balanço patrimonial e a demonstração do resultado; porém, as mesmas não acarretam efeitos na apuração do valor do fluxo de caixa operacional, uma vez que não representam movimentação financeira.

A verificação da existência de mudança na relação entre o LL e o FCO foi realizada por meio do teste de diferença de médias – não paramétricos (teste de postos com sinal de Wilcoxon), para distribuições não normais - entre duas amostras emparelhadas (diferenças antes e depois das mudanças das legislações contábeis). A referida população é formada por 37 companhias e 96 observações no total.

Esse trabalho parte da premissa de que, inexistindo ressalva no parecer do auditor independente quanto às práticas contábeis adotadas, admite-se que a nova legislação foi adequadamente implementada pelas companhias na elaboração de suas DFs e ITRs.

Portanto, o problema de pesquisa consiste em responder à seguinte questão: As alterações na legislação contábil brasileira, aprovadas até 31 de dezembro de 2008, acarretaram mudanças na relação entre o LL e o FCO das companhias?

O objetivo principal deste trabalho consiste em verificar se as recentes mudanças nas práticas contábeis brasileiras, introduzidas pela Lei n° 11.638/07, pela MP n° 449/08 (e suas alterações posteriores), pelos pronunciamentos contábeis (CPCs) aprovados até 31 de dezembro de 2008 promoveram alteração significativa na relação entre o LL e o FCO das companhias brasileiras não financeiras que participam do índice Ibovespa da BM&FBOVESPA.

Como objetivo secundário, este trabalho analisará ainda os aspectos contábeis que motivaram a existência, ou não, da mudança nessa relação (LL vs. FCO) para o segmento de energia elétrica. Sua escolha é consequência do fato deste segmento ser o que possui a maior quantidade de companhias (10 de 65) que compõe o índice Ibovespa. Considerando as companhias que efetivamente rerepresentaram suas DFs e ITRs, essa seleção totalizou 4 diferentes entidades, que correspondem a 11 observações.

Entretanto, não é objetivo deste trabalho verificar, exceto para o segmento de energia elétrica, a causalidade das diferentes relações (antes e após a mudança das legislações) ou a relevância de cada alteração contábil na relação LL vs FCO.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Lucro vs Fluxo de Caixa

De acordo com o Pronunciamento Técnico da Estrutura Conceitual, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC):

[...] O objetivo das demonstrações contábeis de uso geral é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o resultado e o fluxo financeiro de uma entidade, que são úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica. (CPC Pronunciamento Conceitual Básico, item 12)

Por sua vez, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), em seu *Statement of Financial Accounting Concepts* no. 01/78, afirma que as informações contábeis devem ter as seguintes principais funções: i) Prover informações úteis para que os usuários tomem decisões de investimento e de crédito; ii) Auxiliar os usuários a predizer fluxos de dividendos futuros ou juros e fluxos de caixa da companhia, e iii) Prover informações sobre os recursos econômicos das companhias e os efeitos das transações por ela realizadas

Considerando este objetivo, bem como as mudanças sócio-econômicas pelas quais as organizações têm passado, a contabilidade busca uma evolução contínua quanto ao desempenho de seu papel de provedora de informações úteis ao processo de tomada de decisões dos gestores. Nesse sentido, o formato e conteúdo da demonstração do fluxo financeiro das companhias sofreram alterações ao longo do tempo, tanto da contabilidade local, quanto em outros países.

Inicialmente, a mesma era apresentada por meio da DOAR, cujo objetivo principal consistia em apresentar a variação do capital circulante líquido da entidade, entre dois períodos. Entretanto, posteriormente, a sociedade passou a requerer um relatório que fosse capaz de oferecer um maior poder preditivo sobre o caixa (as disponibilidades) das companhias. Tal relatório foi representado pela DFC.

Logo, os objetivos da DFC são: evidenciar as entradas e saídas de dinheiro, demonstrando claramente sua utilização, fazer a reconciliação entre o resultado do exercício e o caixa gerado (consumido) pela companhia, além de informar detalhes a respeito das transações de investimento e financiamento realizadas. A partir do seu surgimento, o mercado de capitais começou a comparar a relação existente entre as informações do lucro contábil e do caixa.

Até então, os analistas utilizavam as informações extraídas da DRE para cálculo do *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA), com o objetivo de avaliar a saúde financeira das entidades. Quando questionados sobre o motivo do uso do EBITDA, eles respondiam que o EBITDA aproximasse ao conceito de FCO (THOMPSON e BUTTROSS, 1988). Ou seja, após a divulgação da DFC, teoricamente, não haveria mais motivos para os analistas utilizarem o EBITDA, mas não é o que na prática acontece.

2.2. Uso das Informações Contábeis para Avaliação de Ativos

Conforme mencionado, as informações contábeis usualmente constituem a base informacional para a avaliação de ativos e também de companhias. A respeito da importância de se estimar o fluxo de caixa futuro, Barth *et al* (2001) afirmam que essas estimativas são fundamentais para avaliar o valor de uma companhia, e conseqüentemente o preço de suas ações. Ou seja, o preço das ações está diretamente associado ao fluxo de caixa futuro esperado da companhia.

Segundo a Instrução CVM no. 436/06, um laudo de avaliação econômico deverá indicar o valor de uma companhia segundo os seguintes critérios:

[...] b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;

c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:

1. fluxo de caixa descontado;
2. múltiplos de mercado; ou
3. múltiplos de transação comparáveis, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente [...] (Instrução CVM no. 436, 2006, inciso XII)

Verifica-se que todos esses critérios de avaliação prescindem das informações contábeis. No caso do patrimônio líquido, o lucro do exercício já está contemplado no seu valor. Sobre os métodos de valor econômico, o fluxo de caixa descontado parte do lucro operacional contábil da companhia – equivalente ao EBITDA, e efetua os seguintes ajustes que possuem natureza relacionada ao caixa:

(+) Depreciação

(-) *Capex - Capital expenditures* (usualmente, inversões no ativo imobilizado)

(-) Variação no saldo de capital de giro entre dois períodos

Esses ajustes resultam na apuração do fluxo de caixa livre da companhia, o qual corresponde ao montante disponível para todos os fornecedores de recursos.

Já o critério baseado em múltiplos de mercado e transações comparáveis considera, usualmente, o EBITDA como indicador de referência para obtenção do valor da companhia. Significa dizer que, mesmo após a obrigatoriedade da publicação da DFC no Brasil a partir de 2008 e do seu reconhecido poder preditivo de fluxos de caixa futuros, os analistas permanecem utilizando dados oriundos do lucro contábil (DRE) para avaliação estimada do valor das companhias e, por consequência, de suas ações.

Assim sendo, o estudo das legislações que trouxeram alterações nas normas brasileiras de contabilidade pode lançar uma luz para um melhor entendimento desse fato, isto é, se as novas regras aproximaram ou distanciaram a relação entre o lucro líquido e o de fluxo de caixa operacional.

2.3. Alterações Recentes na Legislação

Recentemente, sancionou-se a Lei 11.638/07 e a MP 449/08 (convertida na Lei 11.941/09), as quais têm como objetivo a convergência da contabilidade local às práticas internacionais. A Lei 11.638/07 prevê de forma específica que as normas contábeis a serem expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) deverão observar os padrões internacionais de contabilidade.

Ainda nesse contexto de convergência, mas antes da edição dessa lei, foi criado o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Resolução do Conselho Federal de

Contabilidade (CFC) no. 1.055/05. Esse comitê representa a entidade brasileira que hoje é responsável pela emissão centralizada dos pronunciamentos técnicos contábeis que devem ser referendados pelos órgãos reguladores nacionais, dentre os quais está a CVM. Apesar de ter sido constituído em 2005, o CPC emitiu seu primeiro pronunciamento em 2008.

Os pronunciamentos emitidos pelo CPC objetivam normatizar temas que foram de forma genérica indicados na Lei 11.638/07 ou então que tenham sido atribuídos às entidades reguladoras a responsabilidade pela normatização. Observa-se que o ano de 2008 foi um ano atribulado do ponto de vista de nova legislação contábil; não só pela edição de uma nova Lei complementada pela MP 449/08, como também pela emissão de 14 novos pronunciamentos técnicos. Entre esses pronunciamentos está a apresentação de uma nova estrutura conceitual da contabilidade, bem como a emissão de pronunciamentos que tratam de temas complexos e relevantes, como, por exemplo, o tratamento para os casos de *impairment* (CPC 01), a própria elaboração da DFC (CPC 03), ativo intangível (CPC 04), operações de arrendamento mercantil (CPC 06), ajuste a valor presente (CPC 12), entre outros.

Esses pronunciamentos acarretaram diversas mudanças na mensuração, no reconhecimento e na divulgação de determinadas transações, quando da preparação das demonstrações financeiras relativas ao ano findo em 2008. Inicialmente, enfatizam-se dois aspectos indicados na nova estrutura conceitual de contabilidade: (i) a representação das demonstrações financeiras e (ii) a essência econômica das transações como base de seu reconhecimento. Em relação à primeira, destaca-se trecho do referido pronunciamento, que guarda estreita relação com o objetivo deste estudo, sendo o que segue:

As decisões econômicas que são tomadas pelos usuários das demonstrações contábeis requerem uma avaliação da capacidade que a entidade tem para gerar caixa e equivalentes de caixa, e da época e grau de certeza dessa geração. Em última análise, essa capacidade determina, por exemplo, se a entidade poderá pagar seus empregados e fornecedores, os juros e amortizações dos seus empréstimos e fazer distribuições de lucros aos seus acionistas. Os usuários poderão melhor avaliar essa capacidade de gerar caixa e equivalentes de caixa se lhes forem fornecidas informações que focalizem a posição patrimonial e financeira, o resultado e as mudanças na posição financeira da entidade. (CPC Conceitual Básico, item 15)

Já em relação à segunda, ainda que não seja um tema novo, o fato é que a observação dessa característica, primazia da essência sobre a forma, ganhou indiscutível força no conjunto das novas normas contábeis. A necessidade de se priorizar essa característica é indicada de forma específica no item 35 do pronunciamento que trata da estrutura conceitual, o qual foi por sua vez aprovado pela deliberação CVM nº 539/08 e pela resolução CFC nº 1.121/08. Esse item, o qual é denominado primazia da essência sobre a forma, menciona:

Para que a informação represente adequadamente as transações e outros eventos que ela se propõe a representar, é necessário que essas transações e eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal. A essência das transações ou outros eventos nem sempre é consistente com o que aparenta ser com base na sua forma legal ou artificialmente produzida [...] (grifo nosso - CPC Conceitual Básico, item 35)

Essa é uma mudança que irá impactar de forma significativa não só as demonstrações contábeis, mas também, e primeiramente, a postura dos profissionais responsáveis pela sua

elaboração. Nesse contexto, é também oportuno reproduzir trecho do manual de contabilidade que de forma sucinta traduz de maneira muito adequada a postura profissional que é esperada na observação da nova legislação contábil:

[...] o que devemos perseguir é a mudança de filosofia, postura e pensamento quanto a, pelo menos, três tópicos: primazia da essência sobre a forma, primazia da análise de riscos e benefícios sobre a propriedade jurídica e normas orientadas por princípios e não por regras excessivamente detalhadas e formalizadas. (IUDÍCIBUS *et al*, 2002, p.176)

Em relação à elaboração da demonstração do fluxo de caixa é pertinente ressaltar que o CPC 03, quando trata dos benefícios informacionais dessa demonstração, especifica que:

Informações históricas dos fluxos de caixa são freqüentemente usadas [...] para verificar a exatidão das avaliações feitas, no passado, dos fluxos de caixa futuros, assim como para examinar a relação entre a lucratividade e os fluxos de caixa líquidos e o impacto de variações de preços (grifo nosso - CPC 03, 2008, item 6)

É exatamente nessa relação que este estudo foi elaborado. Assim, com base na análise da nova legislação contábil, o que se percebe é que não é possível afirmar que existe uma aproximação da relação lucro-caixa no momento inicial da adoção dessas novas práticas. Isso porque os diferentes ajustes requeridos não produzem no momento de sua adoção, os mesmos reflexos. A seguir apresentam-se dois exemplos que melhor ilustram essa situação:

- **Subvenção para investimento (incondicional):** Esse benefício, quando incondicional, passa agora a ser reconhecido diretamente como receita no resultado do exercício, e não mais como um incremento da reserva de capital. Assim, será preciso que a classificação dessa transação na projeção de fluxos de caixas futuros, considerando o modelo antes apresentado (item 2.2), seja revista, pois o benefício que é produzido no caixa não se dará mais por meio de um item de ajuste da variação do capital circulante, mas sim de uma receita operacional que estará incorporada ao próprio lucro da entidade. Essa nova prática de reconhecimento passa a produzir uma aproximação na relação lucro-caixa.

- **Redução do valor recuperável de ativos (*impairment*):** Quando reconhecido, esse ajuste provoca no momento inicial de sua adoção um distanciamento da relação lucro-caixa, uma vez que representa uma estimativa de perda do valor investido. O conceito de estimativa, por natureza, diz respeito a eventos futuros ainda não ocorridos. Para fins da projeção de fluxos de caixa futuros, essa provisão no momento de sua adoção inicial deve ser tratada como um item de ajuste ao lucro operacional. Contudo, é preciso ressaltar que esse mesmo ajuste não deverá ser repetido nos anos seguintes, afinal o prejuízo esperado deverá automaticamente estar incorporado aos resultados operacionais desses próximos anos.

Diante do exposto, verifica-se que o ano de 2008 foi marcado pelo início de profundas alterações na legislação contábil, as quais, em parte, já apresentaram reflexos nas demonstrações financeiras desse próprio ano. Referidas alterações têm como origem a necessidade de convergência da contabilidade local às práticas internacionais. Como já dito, entre os principais argumentos para a harmonização de nossas práticas contábeis está o fato de as normas internacionais propiciarem uma melhor representação econômica das entidades, por meio do registro das transações com base em sua efetiva essência econômica e não mais com base em sua aparente forma legal.

Todas essas mudanças têm como objetivo proporcionar melhores condições para que o usuário da informação contábil avalie a capacidade de uma entidade gerar fluxos futuros de caixa.

3. METODOLOGIA

3.1. População, Amostra e Coleta de Dados

A população de interesse deste trabalho refere-se às companhias que participaram do índice Ibovespa da BM&FBOVESPA relativo ao terceiro quadrimestre (setembro a dezembro) de 2009. A definição desse critério seu deu em função das 65 ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa oferecer uma boa representação do mercado de ações brasileiro, uma vez que as mesmas:

- Respondem por mais de 80% do volume de negócios e financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA;
- São responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as companhias com ações negociáveis na BM&FBOVESPA;
- Apresentam uma participação individual, em termos de volumes, superior a 0,1% do total negociado;
- Foram negociadas em mais de 80% do total de pregões do quadrimestre selecionado.

Assim sendo, o critério de seleção da amostra é não probabilístico intencional, ou seja, os elementos são escolhidos conforme a disponibilidade de dados (FÁVERO *et al*, 2009). As 65 ações que compõem o índice Ibovespa são representadas por 59 companhias, sendo que desse total, 10 destas são companhias que atuam no ramo financeiro ou *holdings* diversificadas, as quais foram intencionalmente excluídas da seleção.

Adicionalmente, foram excluídas as observações das companhias que possuíam ressalva no parecer dos auditores independentes, quanto a não reapresentação das DFs e ITRs com os ajustes contábeis previstos pela Lei 11.638/07, MP 449/08 e suas alterações posteriores. Significa dizer que a amostra final objeto deste estudo contém 37 companhias, as quais representam um total de 96 observações.

A exclusão das instituições financeiras decorre do fato de que grande parte das alterações promovidas pelas legislações mencionadas ainda não foram regulamentadas pelo Banco Central do Brasil e, portanto, aplicadas pelas mesmas, o que poderia influenciar nos resultados das análises. Nesse mesmo sentido, também foram excluídas as *holdings* diversificadas, as quais possuem participação acionária em companhias financeiras.

Sobre a reapresentação das informações contábeis das companhias, cabe esclarecer que o pronunciamento técnico CPC 13, definiu os procedimentos a serem adotados para o reconhecimento contábil dos ajustes iniciais oriundos da Lei 11.638/07, da MP 449/08 e suas alterações posteriores. Entretanto, tais procedimentos referem-se exclusivamente as DFs relativas ao exercício encerrado em 31.12.2008. Significa dizer que apenas as ITRs apresentadas posteriormente, que neste trabalho referem-se as datas-base de 31/03/09 e 30/06/2009 devem conter esses ajustes.

Em conseqüência, as informações trimestrais apresentadas no decorrer desse exercício (2008) não contemplaram os reflexos da adoção das novas regras contábeis. Para evitar um prejuízo à comparabilidade dos resultados trimestrais do ano de 2009, em relação ao ano de 2008, algumas companhias resolveram reapresentar, ainda que não auditados, seus resultados trimestrais do ano imediatamente anterior. Dessa forma, foram analisadas as seguintes demonstrações, conforme quadro 1.

Quadro 1 – Detalhamento das datas-base utilizadas

Informação pública	Lei no. 6.404/76 Data-base da publicação original	Lei no 11.638/07 e MP no. 449/08 Data-base da reapresentação
DF	31/12/2007	31/12/2008
ITR	31/03/2008	31/03/2009
ITR	30/06/2008	30/06/2009

Fonte: Elaborado pelos autores

Assim, esse estudo, como comentado, pretende comparar a diferença existente na relação das variáveis do LL e do FCO dessas 37 companhias, antes e depois das alterações propostas pela Lei 11.638/07, pela MP 449/08 e suas alterações posteriores. Para tanto, serão elaboradas duas séries de diferenças percentuais que chamaremos de “DA” – diferença entre o LL e FCO antes e “DD” – diferença entre o LL e FCO depois das alterações da legislação contábil.

A diferença percentual entre DA e DD, denominada “DP”, medirá se as alterações das legislações mencionadas alteraram a relação entre o LL e o FCO do período, por meio da metodologia apresentada no quadro 2.

Quadro 2 – Identificação das variáveis analisadas

Lucro líquido <u>antes</u> dos ajustes da nova legislação contábil (LLA)	Lucro líquido <u>depois</u> dos ajustes da nova legislação contábil (LLD)
(-)	(-)
Fluxo de caixa operacional (FCO)	
(=)	
% diferença <u>antes</u> dos ajustes da nova legislação contábil DA% = (LLA – FCO)/FCO	% diferença <u>depois</u> dos ajustes da nova legislação contábil DD% = (LLD – FCO)/FCO
A diferença apurada entre esses percentuais corresponderá ao	
Efeito da adoção da nova legislação contábil na diferença % entre o LL e o FCO Teste de diferença de médias = Diferença percentual % (DP% = DD% – DA%)	

Fonte: Elaborado pelos autores

As informações das demonstrações do resultado, do fluxo de caixa e dos pareceres dos auditores independentes foram obtidos por meio do *site* da CVM; enquanto que a identificação e setor de atividades das empresas que pertencem ao índice Ibovespa foram obtidos por meio do *site* da BM&FBOVESPA.

3.2. Teste de Diferença de Médias

Após a realização do teste de normalidade das 96 observações válidas, obteve-se um *p-value* inferior a 5% (0,00%), constatando-se que a distribuição das 96 diferenças antes e depois dos ajustes não eram normais. Logo, utilizou-se o teste de diferença de médias para amostras emparelhadas – não paramétricos (teste de postos com sinal de Wilcoxon).

De acordo com Fávero (2009, p.158), “o teste de Wilcoxon é uma alternativa ao teste t de *Student* para comparar duas médias populacionais a partir de amostras emparelhadas”. Sua principal vantagem, além de considerar a direção das diferenças, é que permite comparar a magnitude das mesmas.

Para cada período procedeu-se uma análise visando verificar a existência de diferença entre as médias das diferenças em LL e FCO. Depois as 96 observações foram analisadas por meio da abordagem estatística *pooled* que considera todas as observações coletadas e permite o teste das variáveis independentemente da quantidade de observações por período ou setor.

Além disso, analisou-se, separadamente, o segmento de energia elétrica, apenas a abordagem *pooled*, por ser o maior em número de empresas dentro do IBOVESPA, o qual é representado por 11 observações oriundas de quatro companhias.

Todos os testes de diferenças de médias foram realizados por meio do *software* SPSS v.17.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como dito anteriormente, as 96 observações válidas (vide Anexo I) foram, inicialmente, analisadas período a período e depois por meio da abordagem *pooled* para os 3 períodos mencionados no quadro 1, considerando dois momentos:

- DA% = Diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional antes das alterações da legislação contábil.
- DD% = Diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional depois das alterações da legislação contábil.

O teste de diferenças de médias pareadas de Wilcoxon considera as seguintes hipóteses:

- H0: DP% = DD% – DA% = 0, ou seja, não há diferença entre as médias antes e depois dos ajustes
- H1: DP% = DD% – DA% ≠ 0, ou seja, há diferença entre as médias antes e depois dos ajustes

A tabela 1 apresenta os testes realizados para cada período, individualmente, e para o conjunto das companhias (*pooled*). Verifica-se que todos eles apresentam um valor de *p-value* superior a 5%. Significa dizer que não há evidências para rejeição do H0 ao nível de 5% de significância. Ou seja, não há diferença estatística significativa entre as amostras antes e depois dos ajustes.

Tabela 1 - Teste de diferença de médias (Wilcoxon) – Análise trimestral

	DIF DEPOIS - DIF ANTES			
	2007	1T2008	2T2008	Todos períodos
Z	-,390 ^a	-1,646 ^a	-,150 ^a	-,749 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,696	,100	,881	,454

a. Based on negative ranks e b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Com relação à análise do segmento de energia elétrica, analisou-se quatro companhias e 11 observações, conforme indicado no Anexo I. Percebe-se que assim como nos demais segmentos, não há diferença estatística significativa entre as médias antes e depois dos ajustes, para todos os períodos, conforme tabela 2.

Tabela 2 - Teste de diferença de médias (Wilcoxon) – Análise segmento energia elétrica

	DIF DEPOIS - DIF ANTES
	Todos períodos
Z	-,140 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,889

a. Based on positive ranks e b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Uma razão para que ainda não existam diferenças significativas para esse setor é o fato de a Interpretação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (ICPC) 01, que trata do tema contratos de concessão, e que foi elaborada a partir da norma interpretativa do *International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) 12 sobre contratos de concessão de serviços publicada pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), ainda não ter gerado seus reflexos contábeis no período considerado neste estudo. Essa interpretação foi aprovada pelo CPC em 06/11/2009 e tem sua aplicação prevista para o ano de 2010. Essa interpretação prevê significativa alteração nos balanços das companhias de energia elétrica, pois na maioria dos casos, o principal ativo imobilizado atual das companhias, que é a concessão de transmissão e geração de energia, deixará de existir.

5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando as recentes mudanças na legislação contábil, mais especificamente da lei 11.638/07, MP 449/08 e suas alterações posteriores, surgiu um questionamento sobre os reflexos que as mudanças contábeis acarretariam na relação entre os valores de fluxo de caixa operacional e lucro líquido; mais especificamente, se haveria uma aproximação ou um distanciamento entre tais variáveis.

Essa informação poderia ser útil ao mercado, considerando o fato de que a metodologia de avaliação do fluxo de caixa descontado, usualmente utilizada, parte do valor do lucro líquido para então realizar diversos e diferentes ajustes que impactam o caixa da empresa.

Dessa forma, caso houvesse uma aproximação entre o LL e o FCO, os analistas financeiros poderiam eventualmente deixar de reconhecer, isto é, estornar em seus modelos os ajustes oriundos dos *accruals*, pois tais ajustes teriam perdido sua importância. Por outro lado, caso a diferença entre o LL e o FCO permanecesse a mesma, as discussões sobre qual das duas variáveis possui melhor capacidade preditiva de fluxos futuros de benefícios continuariam válidas.

Contudo, independentemente do comportamento da relação dessas variáveis, o fato é que os analistas de mercado de capitais, por conta dos reflexos contábeis provocados pela nova legislação, devem rever o tratamento que hoje dispensam às transações que são consideradas como ajustes de caixa nos modelos de avaliações econômicas das empresas.

A fim de constatar essas possibilidades (aproximação ou distanciamento), foi utilizado o teste não paramétrico de postos com sinal de Wilcoxon, para amostras pareadas, uma vez que a distribuição dos dados mostrou-se não normal. A amostra analisada baseou-se nas 65 ações das empresas que compõem o índice Ibovespa do 3º. quadrimestre de 2009. Após a análise dos setores as quais as mesmas pertencem, bem como a constatação da existência de dados ajustados nas reapresentações de suas DFs e ITRs, identificou-se uma amostra representada por 37 empresas e 96 observações, para os períodos-base de 31/12/2007, 31/03/2008 e 30/06/2008, cujas informações foram obtidas a partir de suas publicações originais e re-apresentações espontâneas das datas-base de 31/12/2008, 31/03/2009 e 30/06/2009.

Como conclusão, se verificou que não houve alteração significativa na relação entre os valores de lucro líquido e fluxo de caixa operacional para nenhuma companhia, inclusive para aquelas que pertencem ao setor de energia elétrica. Essa conclusão contrariou a hipótese inicialmente aventada de que a nova legislação, em razão de intensificar o registro de lançamentos contábeis com natureza de *accruals*, provocaria um distanciamento de tal relação. Uma possível justificativa para a não ocorrência dessa hipótese é que a legislação aprovada até o encerramento do ano de 2008, representado pelos pronunciamentos técnicos emitidos pelo CPC, é ainda parcial.

Finalmente, cabe ressaltar que esse trabalho não tem por objetivo esgotar o assunto abordado, mas sim despertar um interesse maior por parte das pessoas que se propõem a trabalhar e desenvolver esse tema. Pesquisas futuras poderão ser realizadas para analisar se o impacto das mudanças de práticas contábeis é significativo em relação a outros indicadores relacionados à estrutura patrimonial e ao desempenho de companhias brasileiras. Ademais, poderão ser realizadas pesquisas com o objetivo de analisar outros períodos-base, como por exemplo, o exercício de 2009, quando da complementação do processo de harmonização para o exercício de 2010.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARTOV, Eli; GOLDBERG, Stephen R.; KIM, Myung-Sun. The valuation-relevance of earnings and cash flows: an international perspective. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 12, n. 12, p. 103 – 132, Dec 2001.

BARTH, Mary E.; CRAM, Donald P.; NELSON, Karen K. Accruals and the prediction of future cash flows. **The Accounting Review**, v. 76, n. 1, p. 27 – 58, Jan 2001.

BOWEN, Robert M.; BURGSTHALER, David; DALEY, Lane A. Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow. **The Accounting Review**, v. 61, n. 4, p. 713 – 725, Oct 1986.

BOWEN, Robert M.; BURGSTHALER, David; DALEY, Lane A. The incremental information content of accrual versus cash flows. **The Accounting Review**, v. 62, n. 4, p. 723 – 747, Oct, 1987.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM no. 436**, de 5 de julho de 2006. Publicada no DOU em 10 de julho de 2006.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM no. 539**, de 14 de março de 2008. Publicada no DOU em 17 de março de 2008.

BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC no. 1.055**, de 7 de outubro de 2005. Publicada no DOU em 24 de outubro de 2005.

BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC no. 1.121**, de 28 de março de 2008. Publicada no DOU em 01 de agosto de 1995.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Publicada no DOU em 17 de dezembro de 1976.

BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Publicada no DOU em 28 de dezembro de 2007.

BRASIL. **Lei nº 11.941**, de 27 de maio de 2009. Publicada no DOU em 28 de maio de 2009.

BRASIL. **Medida Provisória no. 449**, de 3 de dezembro de 2008. Publicada no DOU em 4 de dezembro de 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Interpretação técnica ICPC 01. **Contratos de concessão**. Brasília, 2009.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento conceitual básico. **Estrutura conceitual para elaboração e apresentação das demonstrações contábeis**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 01. **Redução ao valor recuperável de ativos**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 02. **Efeitos das mudanças nas taxas de câmbio e conversão das demonstrações contábeis**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 03. **Demonstração dos fluxos de caixa**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 04. **Ativo intangível**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 05. **Divulgação sobre partes relacionadas**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 06. **Operações de arrendamento mercantil**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 07. **Subvenção e assistência governamentais**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 08. **Custos de transação e prêmios na emissão de títulos e valores mobiliários**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 10. **Pagamento baseado em ações**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 11. **Contrato de seguro**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 12. **Ajuste a valor presente**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 13. **Adoção inicial da lei nº 11.638/08 e da MP nº 449/08**. Brasília, 2008.

CPC. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 14. **Instrumentos financeiros: reconhecimento, mensuração e evidenciação**. Brasília, 2008.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Ilia D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 35 – 59, Oct 2002.

DECHOW, Patricia M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**. v. 18, n. 1, p. 3 – 43, 1994.

DECHOW, Patricia M., KOTHARI, S. P.; WATTS, Ross L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p 133 – 168, May 1998.

FASB. Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Concepts no. 1. **Objectives of financial reporting by business enterprises**. Stamford, 1978.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**, São Paulo: Elsevier, 2009.

FINGER, C. The ability of earnings to predict future earnings and cash flow. **Journal of Accounting Research**. v. 32, n. 2, p. 210 – 223, Autumn 1994.

HEDRIKSEN, Edson; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IASB. International Accounting Standards Board. International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) no. 12. **Service Concession Arrangements**. European Commission. Nov, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBECK, Ernesto R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. São Paulo: Atlas, 2002.

LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa; SANTOS, Ariovaldo. Importância relativa do ajuste no fluxo de caixa das operações para o mercado de capitais brasileiro, In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2006.

MALACRIDA, M. J. C. **A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro**. São Paulo, 2009. (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOUZA, Manuela Santin de. **Fluxo de caixa por regime de competência**. São Paulo, 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

THOMPSON, James H.; BUTTROSS, Thomas E. Return to cash flow. **The CPA Journal**. v. 58, p. 30 – 40, March 1988.

ANEXO I – Informações Utilizadas na Análise

EMPRESA	SEGMENTO	PERIODO	DA %	DD %	DP% = DD% - DA%
ALL AMER LAT	Transporte Ferroviário	2007	-0,7336	-0,8001	-0,0665
BRASIL T PAR	Telefonia Fixa	2007	-0,8688	-0,8471	0,0217
BRASIL TELEC	Telefonia Fixa	2007	-0,8398	-0,8392	0,0006
BRASKEM	Petroquímicos	2007	-0,7782	-0,7481	0,0301
CCR RODOVIAS	Exploração de Rodovias	2007	-0,5008	-0,5041	-0,0033
COPEL	Energia Elétrica	2007	-0,3938	-0,3938	0,0000
CPFL ENERGIA	Energia Elétrica	2007	-0,5388	-0,5396	-0,0008
CYRELA REALT	Construção Civil	2007	0,1790	0,0802	-0,0988
DURATEX	Madeira	2007	-0,0165	0,0000	0,0165
EMBRAER	Material Aeronáutico	2007	-0,6256	-0,3245	0,3011
GERDAU	Siderurgia	2007	-52,7062	-69,7394	-17,0332
GOL	Transporte Aéreo	2007	-3,8092	-3,8092	0,0000
GERDAU MET	Siderurgia	2007	-21,4290	-28,5941	-7,1650
KLABIN S/A	Papel e Celulose	2007	0,3442	0,3057	-0,0385
LIGHT S/A	Energia Elétrica	2007	-0,0795	-0,0820	-0,0025
LOJAS RENNER	Tecidos, Vestuário e Calçados	2007	-0,2868	-0,3105	-0,0237
NATURA	Produtos de Uso Pessoal	2007	0,3609	0,3702	0,0093
P.ACUCAR-CBD	Alimentos	2007	-0,8312	-0,8514	-0,0202
ROSSI RESID	Construção Civil	2007	0,1200	-0,3731	-0,4931
SABESP	Água e Saneamento	2007	-0,6415	-0,6392	0,0022
SADIA S/A	Carnes e Derivados	2007	-0,3873	-0,3167	0,0705
SOUZA CRUZ	Cigarros e Fumo	2007	-0,2245	-0,1173	0,1072
TAM S/A	Transporte Aéreo	2007	-0,8770	-0,5180	0,3590
TELEMAR	Telefonia Fixa	2007	-0,6497	-0,6557	-0,0060
TELEMAR N L	Telefonia Fixa	2007	-0,6014	-0,5722	0,0292
TIM PART S/A	Telefonia Móvel	2007	-0,9780	-0,9602	-0,0023
V C P	Papel e Celulose	2007	-0,4539	-0,4539	0,0000
VIVO	Telefonia Móvel	2007	-1,0286	-1,0287	-0,0001
ALL AMER LAT	Transporte Ferroviário	1T2008	-0,5670	-1,0055	-0,4385
B2W VAREJO	Produtos Diversos	1T2008	-0,8280	-0,7461	0,0819
BRASIL T PAR	Telefonia Fixa	1T2008	-0,8160	-1,0173	-0,2013
BRASIL TELEC	Telefonia Fixa	1T2008	-0,7580	-0,7558	0,0022
BRASKEM	Petroquímicos	1T2008	-0,6102	-0,6217	-0,0115
AMBEV	Cervejas e Refrigerantes	1T2008	-0,6602	-0,4387	0,2215
CCR RODOVIAS	Exploração de Rodovias	1T2008	-0,5046	-0,5195	-0,0149
COPEL	Energia Elétrica	1T2008	-0,2359	-0,1864	0,0495
CPFL ENERGIA	Energia Elétrica	1T2008	-0,6034	-0,6146	-0,0112
CYRELA REALT	Construção Civil	1T2008	-1,5720	-1,4565	0,1155
DURATEX	Madeira	1T2008	0,0386	0,0000	-0,0386
ELETROPAULO	Energia Elétrica	1T2008	-0,3625	-0,3625	0,0000
EMBRAER	Material Aeronáutico	1T2008	-0,7539	-0,4098	0,3441
GERDAU	Siderurgia	1T2008	-18,1539	-16,8637	1,2903
GOL	Transporte Aéreo	1T2008	-1,6057	-1,1486	0,4571
GERDAU MET	Siderurgia	1T2008	-72,4911	-66,4512	6,0399
KLABIN S/A	Papel e Celulose	1T2008	-0,4516	-0,5101	-0,0585
LIGHT S/A	Energia Elétrica	1T2008	-0,6958	-0,6936	0,0022
LOJAS AMERIC	Produtos Diversos	1T2008	-0,9725	-0,9415	0,0310
LOJAS RENNER	Tecidos, Vestuário e Calçados	1T2008	-0,4420	-0,4846	-0,0427
NATURA	Produtos de Uso Pessoal	1T2008	-0,6729	-0,6743	-0,0014
NET	Televisão por Assinatura	1T2008	-0,8433	-0,8352	0,0081
P.ACUCAR-CBD	Alimentos	1T2008	-0,8952	-0,9037	-0,0085
PETROBRAS	Exploração e/ou Refino	1T2008	-0,4403	-0,4149	0,0254
ROSSI RESID	Construção Civil	1T2008	0,5077	0,1764	-0,3313
SADIA S/A	Carnes e Derivados	1T2008	-0,2550	-0,1392	0,1159
SOUZA CRUZ	Cigarros e Fumo	1T2008	-0,1033	-0,0331	0,0702
TAM S/A	Transporte Aéreo	1T2008	-0,9912	-0,8516	0,1397
TELESP	Telefonia Fixa	1T2008	0,0033	0,0000	-0,0033
TIM PART S/A	Telefonia Móvel	1T2008	-1,1336	-1,1553	-0,0217
USIMINAS	Siderurgia	1T2008	-0,2139	-0,1338	0,0800
V C P	Papel e Celulose	1T2008	-0,6212	-0,6212	0,0000
VALE	Minerais Metálicos	1T2008	-0,4449	-0,2162	0,2287
VIVO	Telefonia Móvel	1T2008	-0,9056	-0,8972	0,0084
ALL AMER LAT	Transporte Ferroviário	2T2008	-0,4547	-0,5282	-0,0735
B2W VAREJO	Produtos Diversos	2T2008	-0,8240	-0,8206	0,0035
BRASIL T PAR	Telefonia Fixa	2T2008	-0,8216	-0,8122	0,0094
BRASIL TELEC	Telefonia Fixa	2T2008	-0,7678	-0,7680	-0,0003
BRASKEM	Petroquímicos	2T2008	-0,2413	-0,2088	0,0325
AMBEV	Cervejas e Refrigerantes	2T2008	-0,6687	-0,5473	0,1214
CCR RODOVIAS	Exploração de Rodovias	2T2008	-0,5904	-0,5786	0,0117
COPEL	Energia Elétrica	2T2008	-0,0208	-0,0208	0,0000
CPFL ENERGIA	Energia Elétrica	2T2008	-0,5794	-0,5819	-0,0025
CYRELA REALT	Construção Civil	2T2008	-0,6370	-0,7137	-0,0767
DURATEX	Madeira	2T2008	0,0352	0,0000	-0,0352
ELETROPAULO	Energia Elétrica	2T2008	-0,0974	-0,0975	0,0000
EMBRAER	Material Aeronáutico	2T2008	-0,6520	-0,2966	0,3555
GERDAU	Siderurgia	2T2008	-15,8587	-16,4600	-0,6013
GOL	Transporte Aéreo	2T2008	0,5739	0,2463	-0,3276
GERDAU MET	Siderurgia	2T2008	-89,2897	-94,0734	-4,7837
KLABIN S/A	Papel e Celulose	2T2008	0,4866	0,2941	-0,1926
LIGHT S/A	Energia Elétrica	2T2008	-0,1270	-0,1196	0,0074
LOJAS AMERIC	Produtos Diversos	2T2008	-1,1394	-1,1355	0,0039
LOJAS RENNER	Tecidos, Vestuário e Calçados	2T2008	-0,3761	-0,4167	-0,0406
NATURA	Produtos de Uso Pessoal	2T2008	0,2312	0,1843	-0,0469
NET	Televisão por Assinatura	2T2008	-0,8747	-0,8723	0,0024
P.ACUCAR-CBD	Alimentos	2T2008	-0,6773	-0,7237	-0,0464
PETROBRAS	Exploração e/ou Refino	2T2008	-0,3064	-0,2327	0,0737
ROSSI RESID	Construção Civil	2T2008	-7,7600	-7,7750	-0,0150
SADIA S/A	Carnes e Derivados	2T2008	-0,7111	-0,6288	0,0823
SOUZA CRUZ	Cigarros e Fumo	2T2008	-0,2677	-0,1215	0,1462
TAM S/A	Transporte Aéreo	2T2008	-0,8123	0,2605	-1,0728
TELESP	Telefonia Fixa	2T2008	-0,5493	-0,5624	-0,0131
TIM PART S/A	Telefonia Móvel	2T2008	-1,0412	-1,0803	-0,0390
USIMINAS	Siderurgia	2T2008	-0,0267	0,1175	0,1441
V C P	Papel e Celulose	2T2008	-0,5737	-0,5737	0,0000
VALE	Minerais Metálicos	2T2008	-0,2827	0,2400	0,5227
VIVO	Telefonia Móvel	2T2008	-1,0636	-1,0683	-0,0047