

IMPACTO DO ENDIVIDAMENTO NA RELEVÂNCIA DO PL E DO LUCRO NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS

Réveles Belarmino dos Santos

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Fernando Caio Galdi

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Valcemiro Nossa

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Arlton Carlos Campanharo Teixeira

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

RESUMO

Objetiva-se com este estudo investigar empiricamente se empresas de um mesmo país (Brasil ou Estados Unidos), mas com níveis de endividamento financeiro distintos, apresentam diferenças na métrica de relevância do patrimônio líquido - PL e do lucro (modelo de Ohlson, 1995). Toma-se como *proxy* de endividamento a Dívida Financeira dividida pelo Ativo Total. Os dados das empresas com ações negociadas nas Bolsas de Valores do Brasil e Estados Unidos, referentes ao período de 1996 a 2006, foram coletados no Economática e analisados em *cross-section*. Em ambos os países, o PL apresenta-se mais relevante no grupo das empresas mais endividadas e o lucro nas menos endividadas. Esse resultado sugere a não rejeição da hipótese de que num maior endividamento o PL torna-se mais relevante que o lucro. Entretanto, observou-se que o lucro e o PL tendem a perder relevância absoluta na medida em que o endividamento das empresas aumenta. Esse resultado sugere que outras informações são cada vez mais utilizadas para precificar empresas com maior alavancagem. O impacto negativo sobre o lucro mostrou-se maior do que sobre o PL. Com isso, o PL ganha relevância relativa em comparação ao lucro, pois o PL tende a ser utilizado como valor de liquidação ou opção de abandono. Esta pesquisa contribui com a literatura de finanças ao fornecer evidências do papel do PL como medida de valor em caso de liquidação da empresa ou garantia de recebimento de dívidas num ambiente de maior nível de endividamento, independentemente das características de mercado de cada país.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de capitais, alavancagem, relevância e opção de abandono.

1 INTRODUÇÃO

Investiga-se empiricamente se os impactos dos níveis de endividamentos financeiros na relevância do lucro e do patrimônio líquido – PL têm os mesmos efeitos, independentemente das características de mercado dos países. Neste caso, as empresas com ações negociadas nas Bolsas de Valores do Brasil (sistema voltado para bancos) e dos Estados Unidos (sistema voltado para o mercado de capitais) são escolhidas por estarem em ambientes de mercados diferenciados.

1.1 Financiamento Bancário no Brasil e o seu impacto sobre a precificação

No Brasil, apesar de seu alto custo de capital, conforme relatório de economia bancária e crédito do Banco Central do Brasil (2005, p.9), os financiamentos bancários apresentam-se como a principal fonte de captação de recursos pelas empresas. Assim, a intermediação financeira exerce o seu papel de facilitadora para a implementação dos projetos das empresas, como menciona Silva (2000, pág. 48). Por outro lado, o mercado de capitais é pouco desenvolvido e a alta concentração acionária predomina entre as empresas (BRASIL, 2005, p. 9).

Um maior nível de endividamento financeiro tem como consequência um maior montante de despesas financeiras que reduzem diretamente o resultado da empresa. Outra possível consequência do elevado uso de capitais de terceiros é a redução da capacidade de liquidez da empresa, comprometendo a viabilidade de seus investimentos, com elevação do risco do seu custo de captação. Tanto o custo de capital próprio quanto o de terceiros tendem a crescer com o aumento do endividamento, à medida que a percepção de risco evolui (ROZO, 2001).

Devido ao risco maior, os acionistas e credores descontam o valor da empresa a uma taxa maior, reduzindo o valor precificado por esses agentes. Esse desconto, porém, pode ser diferenciado no que tange aos credores dos empréstimos bancários, vez que eles possuem um instrumento contratual com especificidades em lei que lhes confere preferência de pagamento em relação aos acionistas.

1.2 Relevância da Informação Contábil

A definição de relevância da informação contábil proposta por Hendriksen e Breda (1999) associa ao valor preditivo da informação contábil. Para os autores, a informação será relevante quando esta for útil para a tomada de decisões por parte dos investidores, fornecendo previsões de eventos futuros. Em linha, Lopes e Martins (2005, p.65) ressaltam que “a relevância da informação contábil, do ponto de vista econômico e informacional, reside em sua capacidade de prever fluxos de caixa futuros”.

Ohlson (1995) desenvolveu um modelo de avaliação de firma, baseando-se em dados contábeis para obter o valor de mercado das ações. Neste contexto, a informação será mais relevante na medida em que a diferença entre o valor de livro e o valor de mercado for a menor possível. Portanto, a associação dos números contábeis com os valores de mercado das ações é que definirá se a informação é relevante ou não (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001 e HOLTHAUSEN; WATTS, 2001).

Quanto ao patrimônio líquido - PL, Holthausen e Watts (2001) afirmam que a natureza dos dados de balanço fornece *inputs* para valor de opção de abandono e garantias de contratos, utilizados principalmente por bancos. Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999) associam a importância do PL como medida de valor em caso de utilização dos recursos para uma opção alternativa de abandono, liquidação (encerramento das atividades) ou adaptação (reestruturação e continuidade dos negócios).

No Brasil, a contabilidade perde o seu poder de redutora da assimetria informacional entre acionistas e gestores, devido à alta concentração acionária existente e ao acesso direto às informações por parte do acionista majoritário.

1.3 O Mercado de Capitais Brasileiro

Historicamente no Brasil, as necessidades de financiamento das empresas foram supridas preponderantemente pelos créditos bancários. Destacam-se nos créditos a longos

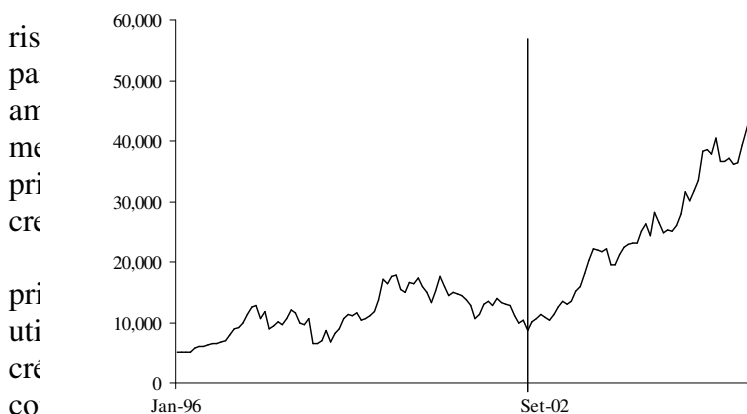
prazos os financiamentos com recursos oriundos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.

Com a centralização acionária, o poder de gestão era mantido. A diferença entre o desembolso de recursos do BNDES em relação às emissões primárias de ações na Bovespa eram visivelmente crescentes até 2005. Entretanto, a partir de 2006, observa-se um maior volume de abertura de capital em relação aos anos anteriores. A forte presença do Estado nos setores produtivos, estruturas privadas de administração familiar e a elevada remuneração paga pelos títulos públicos, motivadas pelas altas taxas de juros, também contribuíram para esse comportamento do mercado de capitais no Brasil.

Somente a partir de 2001, as primeiras empresas de capital aberto começam a migrar para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo - NDGB, como forma de dar maior transparência e proteção aos acionistas minoritários.

Entre 2001 e a maior parte do ano de 2002, o mercado de capitais teve pouco desempenho. O racionamento de energia, o período de campanha para eleição presidencial, o estouro da bolha da *internet*, a crise na Argentina e o ataque às torres gêmeas contribuíram para grandes volatilidades e crises nos mercados bursáteis.

A partir de então, com o início da melhora do cenário macro-econômico do Brasil, começa uma maior demanda por papéis privados. Por outro lado, com a estabilização econômica, aumento de competitividade e menores margens de lucros, as empresas passam a enxergar o mercado de capitais como uma fonte atrativa para captação de recursos. O número de *IPOs* (*Initial Public Offering*) retoma a cena gradativamente a partir de 2004. Com a redução das taxas de juros e uma maior confiança de sustentabilidade econômica, a migração de capitais para a renda variável é motivada, por conta das possibilidades de ganhos sobre a valorização dos ativos num cenário de crescimento. No Gráfico 01, pode-se observar a evolução do mercado de capitais brasileiro no período em estudo.



taxa de juros, inflação e
ing da dívida soberana do
o – investment grade - e
e crescimento gradual do
idores, fundos de ações,
vestimentos de direitos

istema bancário ainda é o
a contabilidade é muito
análises de concessão de
vez mais os fundamentos
as empresas. O presente

trabalho contribui com a literatura especializada nesse aspecto ao investigar o problema de pesquisa descrito a seguir.

1.4 Problema, Objetivos e Hipóteses de Trabalho

A literatura especializada sugere existir relação entre a forma de financiamento predominante em cada país (instituições financeiras ou mercado de capitais) e a relevância de seus números contábeis. O presente estudo investiga se, mesmo em países com características de mercados diferenciados, o grau de exposição ao endividamento torna o PL das empresas mais relevante no processo de precificação de suas ações. Assim, no intuito de se investigar empiricamente esse problema, adota-se como objetivo geral responder a seguinte questão:

O ENDIVIDAMENTO AFETA A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS, INDEPENDENTEMENTE DAS CARACTERÍSTICAS DE MERCADO DE CADA PAÍS, NO PROCESSO DE PRECIFICAÇÃO DE SUAS AÇÕES?

Para se alcançar o objetivo geral, estabelece-se o nível de endividamento financeiro como *proxy* de exposição ao financiamento bancário e os coeficientes da regressão de Ohlson (1995) como *proxies* da relevância do PL e do lucro. Ainda, adotando como amostra empresas do Brasil (*bank-oriented financial system*) e Estados Unidos (*market-oriented financial system*), têm-se como objetivos específicos responder as seguintes perguntas: (1) AS EMPRESAS BRASILEIRAS COM NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO FINANCEIRO MAIORES APRESENTAM MAIORES MÉTRICAS DE RELEVÂNCIA DO PL OU DO LUCRO? E (2) AS EMPRESAS DOS ESTADOS UNIDOS COM NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO FINANCEIRO MAIORES APRESENTAM MAIORES MÉTRICAS DE RELEVÂNCIA DO PL OU DO LUCRO?

Portanto, a presente pesquisa tem como objetivo principal identificar a importância do PL em empresas com níveis de riscos mais elevados e em países com características de mercados diferenciados. Entretanto, busca ainda verificar, o grau de relevância do lucro e do PL nos diferentes níveis de endividamento. As hipóteses deste trabalho são: H1: AS EMPRESAS BRASILEIRAS COM NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO FINANCEIRO MAIORES APRESENTAM MÉTRICAS DE RELEVÂNCIA DO PL MAIORES QUE AS DO LUCRO E H2: AS EMPRESAS DOS ESTADOS UNIDOS COM NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO FINANCEIRO MAIORES APRESENTAM MÉTRICAS DE RELEVÂNCIA DO PL MAIORES QUE AS DO LUCRO.

1.5 Resultados Esperados

Espera-se que os resultados apontem para não rejeição da hipótese de que maior exposição ao financiamento bancário eleva a relevância do PL e que este se apresente mais relevante que o lucro, de modo a corroborar com as pesquisas anteriores. O trabalho de Hayn (1995) sugere que o PL tem maior importância do que os lucros em empresas com menor capacidade financeira. Numa outra abordagem, Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999) observam que o PL é uma medida de valor de maior importância para utilização da opção de adaptação das atividades ou abandono. Este aspecto reforça as hipóteses da presente pesquisa.

Espera-se ainda que o aumento da dívida reduza ou não afete a relevância do lucro, dado que as pesquisas existentes encontraram evidências de que o PL tende a tornar-se mais relevante quando a empresa apresenta maiores possibilidades de incorrer em encerramento de suas atividades. Por último, espera-se que o valor de mercado da empresa tenda a reduzir com a elevação de seu endividamento. Este resultado é observado por Roza (2001) que verifica uma tendência de aumento do custo de captação da empresa com o aumento de seu endividamento, à medida que seu risco evolui. Consequentemente, a precificação das ações da empresa tende a ser reduzida.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Revisão da Literatura

Na literatura existente encontra-se uma grande abordagem dos autores relacionando os resultados contábeis com o retorno e preço das ações. Dentre eles, Ball e Brown (1968), May (1971), Kiger (1972), Brown e Kennelly (1972), Morse (1981), Easton e Harris (1991) e Beaver (1998) constatam que os investidores observam os resultados contábeis na verificação do valor econômico da empresa e que há uma correlação positiva entre o resultado contábil e os preços das empresas.

Em Ohlson (1995) é desenvolvido um modelo que contempla o PL e os lucros anormais (*Residual Income Valuation*). Neste modelo o valor do PL e o resultado são

complementares na formação do valor de mercado da empresa. A partir desse modelo diversas pesquisas foram desenvolvidas dentro do campo da teoria de finanças.

Anteriormente, Joos e Lang (1994) estudaram as diferentes práticas contábeis adotadas por países com modelos voltados para um grande número de acionistas (modelo Anglo-Saxão) e o modelo voltado para credores externos à sociedade comercial (modelo Continental). Joos e Lang (1994) enfatizam a tendência de maior grau de importância do lucro no modelo Anglo-Saxão. Já nos países que adotam o modelo Continental e que possuem maior concentração acionária, os principais fornecedores de capital são os bancos. Nestes países, o foco é dado aos itens de balanço os quais se configuram como garantias de fontes de pagamentos de débitos contraídos.

Esses dois sistemas de formas diferenciadas de captação de recursos foram também estudados por Ali e Hwang (2000). Aqui, a relevância dos dados contábeis sobre a precificação de mercado foi analisada em empresas de 16 países com seus fatores de especificidades. Ali e Hwang (2000) encontraram indicação de menor relevância nos países com sistemas financeiros voltados para o crédito bancário (*bank-oriented financial system*) em relação aos países com preponderância de captação no mercado de capitais (*market-oriented financial system*), os quais têm maior demanda por informações contidas nos relatórios financeiros publicados.

Lopes e Martins (2005) fazem uma abordagem diferenciando a relevância dos resultados contábeis e do PL. Estes autores ressaltam que num ambiente de alta concentração acionária e mercado de capitais pouco desenvolvido, como no caso do Brasil, o PL tende a ser mais relevante do que o resultado contábil. Entende-se que, em caso de liquidação, o patrimônio é tido como garantia contratual para prováveis liquidações de compromissos.

Evidências encontradas por Lopes (2001) no mercado brasileiro concentram-se no poder explicativo da contabilidade nos números do PL, contrastando com a literatura existente de que o lucro detém maior poder explicativo. Esta medida de valor teria maior importância em caso de utilização dos recursos para uma opção alternativa como, por exemplo, reestruturação, fusão, liquidação ou falência.

Reforçando, Collins, Pincus e Xie (1999) verificam o papel do patrimônio líquido em empresas com resultados negativos. Seus estudos apontam para uma consistência do PL como uma *proxy* de valor para lucros normais futuros e como uma *proxy* de opção de abandono em caso de encerramentos de atividades ou liquidação das empresas deficitárias.

Collins, Pincus e Xie (1999), considera que num ambiente de empresas deficitárias seus resultados podem ser modificados caso haja viabilidade do negócio tornando-se empresas lucrativas ou ao contrário, num provável encerramento das atividades. De acordo com a teoria da opção de abandono, o valor de mercado da empresa é mais sensível ao valor de opção de saída, quando a probabilidade dela ser exercida for mais acentuada.

Uma outra abordagem é feita por Hayn (1995) que identificou que firmas menores têm maior incidência de resultados negativos e, conseqüentemente, maiores riscos que as empresas lucrativas. Os estudos também indicaram que, na presença de resultados negativos freqüentes, os investidores dão menor peso às informações de resultados. Uma alternativa para explicar este comportamento pode ser atribuída à probabilidade do exercício da opção de liquidação por parte dos acionistas por um preço equivalente ao valor de mercado de seus ativos líquidos (PL). Collins, Maydew e Weiss (1997) obtiveram resultados empíricos que identificam uma tendência de maior relevância do PL em empresas com elevado número de ativos intangíveis e freqüência de resultados negativos.

Outro ponto específico é se em empresas mais alavancadas o PL é mais relevante que o lucro, independentemente das características preponderantes de financiamentos dos países. Seja em países com modelos de sistemas financeiros orientados pelo mercado de capitais, seja em países com modelos de sistemas financeiros orientados por bancos.

3 METODOLOGIA E COLETA DE DADOS

3.1 Metodologia

Os valores das variáveis para execução desta pesquisa foram extraídos da base do Economática no período de 1996 a 2006 e referem-se a empresas com ações negociadas nas Bolsas de Valores do Brasil e dos Estados Unidos, com exclusão das instituições financeiras e seguros, por terem características de captação de recursos de terceiros diferenciadas dos demais segmentos. Cada empresa teve avaliado apenas um tipo de ação, definindo-se por aquela com maior volume de negociação no mês de dezembro.

Os valores das variáveis independentes referem-se aos meses de dezembro de cada ano, enquanto que o preço das ações, variável dependente, refere-se aos valores do mês de abril do ano seguinte à apuração do balanço, cuja publicação concentra-se neste mês. Assim, foram utilizados os preços das ações com base no mês de abril de 2007 para estudar a relevância do lucro e do PL de 2006.

Análogo aos trabalhos de Berglof (1990) e Joos e Lang (1994) que utilizaram a razão dívida por ativo para identificar características de mercados com preponderância de créditos via bancos, utiliza-se nesta pesquisa a razão Dívida Financeira / Ativo Total como *proxy* para captar o nível de endividamento das empresas. Neste caso, a dívida financeira é composta por financiamentos e debêntures, ambos de curto e longo prazo.

Por fim, ressalta-se que foram excluídos 2,5% dos pontos extremos (*outliers*) de cada variável e os patrimônios líquidos negativos e que todas as regressões foram estimadas em *cross-section* com ajuste pelo recurso “*robust*” quanto aos problemas de autocorrelação, heterocedasticidade e normalidade dos resíduos.

Ao investigar empiricamente o efeito do endividamento sobre as informações contábeis utiliza-se o modelo proposto por Ohlson (1995) e adota-se como *proxy* de endividamento das empresas a variável dívida financeira/ativo total. Para tentar captar os diferentes tipos de mercados, são utilizados os dados dos Estados Unidos (*market-oriented financial system*) e do Brasil (*bank-oriented financial system*). Duas modalidades de testes são realizadas para verificar o impacto direto do lucro, do PL e da dívida sobre o preço das ações, ou seja, a relevância direta dessas variáveis sobre a precificação das ações. Outras duas modalidades são utilizadas para identificar o efeito indireto da dívida, ou seja, se ela reduz ou aumenta a relevância do lucro ou do PL sobre a precificação das ações. Assim, temos:

1. Relevância Incondicional do endividamento (Equação 1); 2. Relevância Condicional do endividamento (Equação 1); 3. Efeito Incondicional do endividamento sobre a relevância do lucro e do PL (Equação 2) e 4. Efeito Condicional do endividamento sobre a relevância do lucro e do PL (Equação 3)

O objetivo aqui é verificar, além da relevância das variáveis lucro e PL, também a relevância da dívida sobre os preços das ações, sempre de modo independente (incondicional) ao nível de endividamento. Este primeiro teste estima a Equação (1) a seguir em 11 *cross-sections* anuais (de 1996 a 2006) em relação às empresas de ambos os países analisados (Brasil e EUA) para investigar as hipóteses desta pesquisa quanto à relevância dos números contábeis e o impacto do endividamento financeiro na precificação das ações das empresas brasileiras e americanas. Ainda, estima-se a Equação (1) em *pooled* englobando todas as empresas de cada país.

A primeira equação de regressão é assim formulada:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde¹:

$P_{i,t}$ = valor de mercado da ação da empresa i , quatro meses após o encerramento do exercício t ; $L_{i,t}$ = resultado contábil (lucro/prejuízo) da empresa i no final do exercício t ; $PL_{i,t}$ = PL por ação da empresa i no final do exercício t ; $(Div / AT)_{i,t}$ = dívida financeira (financiamentos de curto e longo prazo mais debêntures de curto e longo prazo) dividida pelo ativo total da empresa i no final do exercício t ; $\varepsilon_{i,t}$ = outras informações relevantes além do resultado contábil por ação, do PL por ação e do endividamento; e $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ e α_3 são os parâmetros a serem estimados.

O intercepto α_0 não será objeto de análise, pois não contém significado econômico condizente com os objetivos desta pesquisa.

Os coeficientes α_1 e α_2 mensuram a relevância da informação do resultado contábil (lucro/prejuízo) e do PL, respectivamente. Valores significativos e maiores para α_1 e α_2 da Equação (1) indicam maior relevância da informação contábil.

O coeficiente α_3 da Equação (1) capta o efeito da dívida sobre a precificação das ações. Espera-se que ele seja significativo com sinal negativo, pois quanto maior o endividamento, maior o risco de inadimplência e/ou falência da empresa e conseqüente exigência de um maior prêmio de risco pelos investidores (ROZO, 2001).

Este teste objetiva verificar se a relevância do lucro, do PL e da dívida se modifica, dependendo do nível de endividamento da empresa (condicional). Para tanto, estima-se a Equação (1) em *pooled* dividindo a amostra em quartis de níveis de endividamento decrescentes, sendo que o quartil 1 é composto pelas empresas mais endividadas e o quartil 4 pelas menos endividadas.

Na tentativa de captar o efeito do endividamento sobre a relevância do lucro e do PL (impacto indireto da dívida), a Equação (2) a seguir é regredida em *pooled* (período 1996-2006), englobando todas as empresas de cada país e com adição de duas variáveis. Aqui, testa-se o efeito incondicional da dívida, ou seja, seu impacto sobre a relevância do lucro e do PL de modo independente (incondicional) ao nível de endividamento.

Kumar (1975) utiliza a razão dívida/PL como *proxy* de alavancagem das empresas. Como o PL é uma variável intrínseca ao modelo adotado nesta pesquisa, opta-se pela *proxy* dívida financeira/ativo total, e não dívida financeira/PL, para preservar o efeito relativo quando a variável PL é multiplicada pela *proxy* assumida, conforme a seguir:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \alpha_4 (Div / AT)_{i,t} * L_{i,t} + \alpha_5 (Div / AT)_{i,t} * PL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ e α_5 são os parâmetros a serem estimados.

O significado econômico dos coeficientes $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ e α_3 da Equação (2) é análogo aos da Equação (1). Já os coeficientes α_4 e α_5 da Equação (2) captam a relevância do lucro e

¹ As variáveis $P_{i,t}, L_{i,t}, PL_{i,t}, (Div / AT)_{i,t}$ e $\varepsilon_{i,t}$ se repetem nas Equações 1, 2 e 3. Por isso não será apresentado novamente o seu significado nas Equações 2 e 3.

do PL quando impactados pela dívida financeira, respectivamente. À luz do trabalho de Berger, Ofek e Swary (1996), espera-se que, sob o efeito da dívida, o PL tenha maior relevância que o lucro na precificação das ações.

Aqui se testa o efeito condicional da dívida, ou seja, verifica se a relevância do lucro e do PL se altera em função do nível de endividamento (condicional). Nesta fase, utiliza-se a metodologia aplicada por Collins, Pincus e Xie (1999) para investigar a importância relativa dos números contábeis em diferentes escalas. Os autores pesquisaram firmas deficitárias e lucrativas; aqui, contrastam-se as empresas mais e menos endividadas com as demais para verificar se endividamentos com níveis diferenciados têm diferentes impactos no grau de relevância do PL e do resultado contábil (lucro/prejuízo). Para isso, as empresas foram ordenadas em função de seus níveis de endividamento e separadas em oito grupos:

- a. grupos 1 e 8 contendo as 10% mais e menos endividadas, respectivamente;
- b. grupos 2 e 7 contendo as 25% mais e menos endividadas, respectivamente;
- c. grupos 3 e 6 contendo as 33% mais e menos endividadas, respectivamente;
- d. grupos 4 e 5 contendo as 50% mais e menos endividadas, respectivamente.

Em seguida, regressiu-se a Equação (3) a seguir em *pooled* (período 1996-2006) para confrontar cada um dos oito grupos especificados, com as demais empresas não integrante do grupo estudado.

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 D + \alpha_4 D * L_{i,t} + \alpha_5 D * PL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ e α_5 são os parâmetros a serem estimados.

Os coeficientes α_0 e α_3 não serão objetos de análise, por não conterem significado econômico condizente com os objetivos desta pesquisa. Os coeficientes α_1 e α_2 , apesar de revelarem aspectos de relevância, não são condizentes com este teste de efeito condicional da dívida e não serão, portanto, objetos de análise neste momento.

Os coeficientes α_4 e α_5 da Equação (3) refletem, respectivamente, o efeito condicional da dívida sobre a relevância do lucro e do PL, ou seja, revela se essa relevância é alterada na medida em que o endividamento das empresas se eleva.

Como em Lopes (2001, p. 191), opta-se nesta pesquisa em manter as especificações originais da regressão, admitindo-se a possibilidade do efeito escala nas regressões 01 a 03 com valores elevados no R^2 de cada regressão. Tal medida se propõe a preservar os valores dos coeficientes, os quais poderiam apresentar alterações na adoção de um deflator inadequado e, conseqüentemente, incorrer em coeficientes viesados (BARTH; CLINCH, 1999). Nessa linha, as análises aqui realizadas pautam-se na interpretação do grau dos coeficientes das variáveis (alfa) e seus níveis de significância (*p-value*).

4 RESULTADOS

A seguir são apresentados os resultados dos testes que investigam as hipóteses desta pesquisa quanto à relevância dos números contábeis na precificação das ações com as empresas brasileiras e americanas, que possuem níveis de endividamento financeiro diferentes. Este teste verifica o impacto direto do lucro, do PL e da dívida sobre o preço das ações, independente do nível de endividamento.

A Tabela 01 resume os resultados da regressão da Equação (1) para a amostra de empresas brasileiras. Observa-se que o lucro apresenta coeficiente significativo em 07 períodos, porém com sinal positivo e significativo somente a partir de 2002. O PL, de acordo com o esperado, apresenta coeficiente significativo e com sinais positivos em todos os

períodos. A dívida financeira apresenta coeficiente significativo em 04 períodos, contudo com sinais positivos em 02 períodos e negativos em outros 02 períodos.

Os resultados da Tabela 01 revelam que o PL é sempre relevante no Brasil. Contudo, a partir de 2002 o lucro se torna relevante e superior ao PL. Isso sugere possível alteração do perfil do investidor que atua no mercado brasileiro. Em relação à dívida financeira, esperava-se que ela impactasse o preço das ações, conforme mencionado por Berger, Ofek e Swary (1996). Contudo, não se observou indicativos claros de seu impacto na precificação das ações nesse teste aplicado à amostra brasileira.

Tabela 01: Resultado observado – Relevância Incondicional da Dívida – Brasil

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Ano	L	PL	Div/AT	F	R ²
	Coef.	Coef.	Coef.		
1996	0.53	0.58*	0.03	0.00	0.83
1997	0.97	0.67**	0.03	0.07	0.66
1998	-0.47	0.33*	-0.09**	0.00	0.81
1999	-0.27***	0.72**	-0.12	0.00	0.45
2000	-0.90*	0.20*	-0.39*	0.00	0.08
2001	-0.20	0.24*	-0.01	0.00	0.30
2002	4.71*	0.46*	0.18**	0.00	0.85
2003	2.51*	0.40*	0.10*	0.00	0.69
2004	3.57*	0.24*	0.03	0.00	0.71
2005	11.16*	0.57*	0.03	0.00	0.97
2006	15.18*	0.74**	0.19	0.00	0.91
POOLED	0.97	1.15*	-0.07	0.00	0.49

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

No Brasil, onde predomina a alta concentração acionária, com mercado de capitais pouco desenvolvido e a principal fonte de recursos de terceiros é oriunda de bancos, esperava-se que o PL tenderia a ser mais relevante do que o resultado contábil (LOPES, 2001 e LOPES e MARTINS, 2005).

Entretanto, ao contrário do esperado, Cupertino e Coelho (2006) verificam a indicação de que quanto mais alavancadas, maior o valor de mercado das empresas brasileiras. Em relação a mercados de capitais desenvolvidos, com modelos voltados para um grande número de acionistas como nos Estados Unidos, esperava-se que o PL fosse menos relevante que o lucro no processo de precificação das ações (Joos e Lang, 1994). Os resultados da Tabela 02 corroboram esse argumento.

O lucro e o PL apresentam coeficientes significativos com sinais positivos em todos os períodos, porém os coeficientes do lucro são maiores que os do PL, conforme esperado. Estes resultados corroboram a hipótese de que o lucro é mais relevante do que o PL em países com mercado de capital mais desenvolvido. Já a dívida financeira apresenta coeficientes significativos e com sinais negativos a partir de 1999, conforme resultado esperado. Isso sugere a interpretação de que o preço de suas ações tende a reduzir à medida que o grau de endividamento da empresa se eleva.

Tabela 02: Resultado observado – Relevância Incondicional da Dívida – EUA

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Ano	L	PL	Div/AT	F	R
	Coef.	Coef.	Coef.		
1996	4.75*	0.49*	0.03	0.00	0.45
1997	10.70*	0.80*	-0.06	0.00	0.82

1998	8.17*	0.74*	-0.02	0.00	0.79
1999	6.60**	0.70*	-0.37*	0.00	0.43
2000	2.98*	0.54*	-0.16*	0.00	0.18
2001	6.46*	1.20*	-0.19*	0.00	0.68
2002	4.58**	1.42*	-0.13*	0.00	0.65
2003	6.82*	1.53*	-0.15*	0.00	0.75
2004	9.53*	1.21*	-0.12*	0.00	0.80
2005	5.32*	1.09**	-0.19*	0.00	0.76
2006	5.70*	1.23*	-0.15**	0.00	0.82
POOLED	5.98*	1.20*	-0.17*	0.00	0.72

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

Aqui a amostra é dividida por quartis em ordem decrescente por nível de endividamento, para verificar o impacto direto do lucro, do PL e da dívida sobre o preço das ações, nos diferentes níveis de endividamento. Os resultados referentes à Equação (1) estimada em *pooled* para o mercado brasileiro são apresentados na Tabela 03. O PL apresenta-se significativa e com sinal positivo nos quartis 01, 02 e 03 de acordo com o esperado. Salienta-se que o valor do coeficiente do PL do quartil 01 é maior que o de lucro que, inclusive, mostrou-se não significativo. Este resultado sugere que o PL é mais relevante nas empresas brasileiras mais endividadas.

Tabela 03: Resultado observado – Relevância Condicional da Dívida – Brasil

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

POOLED Regressão	L	PL	Div/AT	F	R²
	Coef.	Coef.	Coef.		
Quartil 01	-0.13	0.66*	-0.16	0.00	0.55
Quartil 02	4.05*	0.73*	-0.00	0.00	0.79
Quartil 03	9.33*	0.47***	-0.52	0.00	0.78
Quartil 04	9.12***	0.58	1.03***	0.08	0.60

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

Admitindo-se que um maior endividamento eleva o risco da empresa, conforme Roza (2001) e que num ambiente de maior probabilidade de exercício de opção de abandono ou liquidação os dados do PL têm maior relevância, os resultados aqui apresentados corroboram com as pesquisas de Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999).

Nos demais quartis (04, 03, e 02) o lucro apresenta-se significativo, positivo e de maior valor que o PL. Isto sugere que o lucro tende a ser mais relevante nas empresas menos endividadas. Os resultados referentes à Equação (1) estimada em *pooled* para o mercado americano são apresentados na Tabela 04. Os resultados indicam coeficientes de lucro maiores que do PL, confirmando a tendência de maior relevância do lucro nas empresas americanas, conforme esperado. Já a dívida/ativo, como nos resultados dos testes ano a ano da Tabela 02, apresenta-se significativa e com sinais negativos em todos os níveis de endividamento, à exceção do quartil 01.

Tabela 04: Resultado observado – Relevância Condicional da Dívida – EUA

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div / AT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

POOLED Regressão	L	PL	Div/AT	F	R²
	Coef.	Coef.	Coef.		
Quartil 01	3.31*	0.73*	-0.01	0.00	0.34
Quartil 02	5.69*	1.17*	-0.31*	0.00	0.58
Quartil 03	4.80*	2.23*	-0.40*	0.00	0.85

Quartil 04	5.99*	0.97*	-0.31**	0.00	0.80
-------------------	-------	-------	---------	------	------

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

Nos dois países, o lucro apresenta-se mais relevante no grupo das empresas menos endividadas, entretanto somente no Brasil que o PL apresenta-se mais relevante que o lucro num extremo endividamento. Mesmo com a indicação de maior relevância do lucro em todos os níveis de endividamento nos Estados Unidos, há indícios de que a dívida afeta diretamente o preço das ações em sentido negativo. Este resultado sugere que o endividamento também é percebido pelos investidores americanos na precificação das empresas.

A seguir, são apresentados os resultados dos testes *pooled* da Equação (2) durante o período de 1996 a 2006 das empresas brasileiras e americanas. Aqui, tenta-se captar o impacto indireto da dívida sobre o preço das ações, ou seja, o efeito do endividamento sobre a relevância do lucro e do PL na precificação das ações.

O lucro apresenta-se mais relevante que o PL no Brasil e nos Estados Unidos confirmando a tendência dos resultados apresentados nas Tabelas 01 e 02 nos testes feitos ano a ano. No Brasil e nos Estados Unidos, quando a dívida é multiplicada pelo lucro, a variável $(Div/AT)*L$ apresenta-se significativa e com sinal negativo, sugerindo que o lucro perde relevância à medida que o endividamento cresce. Já, a variável $(Div/AT)*PL$ apresenta-se não significativa no Brasil. Nos Estados Unidos, esta variável apresenta-se significativa e com sinal positivo, indicando uma tendência de maior relevância do PL quando impactado pelo efeito da dívida, de acordo com os resultados esperados.

Tabela 05: Resultado observado – Efeito Incondicional da Dívida – Brasil e EUA

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 (Div/AT)_{i,t} + \alpha_4 (Div/AT)_{i,t} * L_{i,t} + \alpha_5 (Div/AT)_{i,t} * PL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

<i>POOLED</i>	L	PL	Div/AT	(Div/AT)*L	(Div/AT)*PL	F	R ²
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.		
Empresas brasileiras	10.57*	0.60*	0.05	-0.21*	0.00	0.00	0.65
Empresas americanas	7.26*	1.09*	-0.18*	-0.08*	0.01**	0.00	0.73

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

A análise da Tabela 05 indica haver maior relevância do lucro do que do PL nos dois países, perda de relevância do lucro devido ao incremento de endividamento e tendência de maior relevância do PL quando a alavancagem cresce nos Estados Unidos. Busca-se, a seguir, verificar se esse cenário se altera em função dos diferentes níveis de endividamento.

Os resultados a seguir referem-se aos testes que buscam verificar se endividamentos com níveis diferenciados têm diferentes impactos no grau de relevância do lucro e do PL.

Na Tabela 06, o teste *pooled* é feito para as empresas brasileiras nos diversos níveis de endividamento utilizando-se a *dummy* para captar as empresas mais e menos endividadas na proporção de 10%, 25%, 33% e 50%.

No grupo das empresas mais endividadas, o lucro multiplicado pela *dummy* apresenta-se negativo e significativo, sugerindo que o aumento do endividamento reduz a relevância do lucro. No grupo das empresas menos endividadas, esta variável apresenta-se positiva e significativa, exceto ao estimar a *dummy* para as empresas 10% menos endividadas. Isso sugere que a redução do endividamento aumenta relevância do lucro.

Tabela 06: Resultado observado – Efeito Condicional da Dívida – Brasil

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{i,t} + \alpha_2 PL_{i,t} + \alpha_3 D + \alpha_4 D * L_{i,t} + \alpha_5 D * PL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

<i>POOLED</i>	L	PL	<i>Dummy</i>	<i>D*L</i>	<i>D*PL</i>	F	R ²
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.		
EMPRESAS MAIS ENDIVIDADAS							
10%	7.39*	0.73*	5.67**	-7.74*	-0.31***	0.00	0.68
25%	7.91*	0.72*	5.18***	-8.03*	-0.06	0.00	0.68
33%	8.02*	0.71*	4.38***	-8.10*	0.03	0.00	0.68
50%	9.11*	0.58*	4.70***	-9.15*	0.09	0.00	0.68
EMPRESAS MENOS ENDIVIDADAS							
50%	-0.03	0.67*	4.70***	9.15*	-0.09	0.00	0.68
33%	-0.06	0.59*	-5.74***	9.07*	0.11	0.00	0.70
25%	-0.06	0.57*	-7.21**	10.45*	0.00	0.00	0.72
10%	1.08	1.29*	4.93	-0.10	-0.61	0.00	0.52

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

Já o PL multiplicado pela *dummy* apresenta-se não significativo, exceto ao estimar a *dummy* para as empresas 10% mais endividadas. Isso sugere que o aumento do endividamento não afeta a relevância do PL, exceto no cenário de extrema alavancagem.

Ao estimar o PL multiplicado pela *dummy* para as empresas 10% mais endividadas, esta variável apresentou-se negativa e significativa, sugerindo perda de relevância do PL quando o endividamento é extremo. Contudo, a *dummy* multiplicada pelo PL apresenta-se menos significativa e de menor módulo que a *dummy* multiplicada pelo lucro, sugerindo que o endividamento extremo afeta negativamente a relevância do lucro em maior intensidade que a relevância do PL. Isso corrobora com as pesquisas de Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999) admitindo-se a tendência de formação de um cenário que incorra à probabilidade do exercício de opção de abandono ou liquidação.

A seguir, a Tabela 07 apresenta os resultados do teste de efeito condicional da dívida para a amostra de empresas dos Estados Unidos. No grupo das empresas americanas mais endividadas, o lucro multiplicado pela *dummy* apresenta-se sempre negativo e significativo, sugerindo que o lucro perde relevância se o endividamento aumenta.

Em relação ao PL multiplicado pela *dummy*, observa-se que esta variável apresenta-se sempre negativa e significativa no grupo das empresas mais endividadas, à exceção de quando a *dummy* se refere às empresas 50% mais endividadas. Isso sugere que também o PL perde relevância devido ao endividamento.

Contudo, no grupo das empresas mais endividadas, o coeficiente da *dummy* multiplicada pelo PL é maior que o da *dummy* multiplicada pelo lucro. Assim, o impacto negativo da dívida sobre a relevância do PL é menor que sobre o lucro. A exemplo do Brasil, os resultados da amostra americana corroboram com as pesquisas de Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999) quanto ao cenário propício ao exercício de opção de abandono ou liquidação.

Tabela 07: Resultado observado – Efeito Condicional da Dívida – EUA

POOLED	L	PL	Dummy	D*L	D*PL	F	R ²
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.		
EMPRESAS MAIS ENDIVIDADAS							
10%	6.10*	1.19*	5.34*	-2.57*	-0.43*	0.00	0.72
25%	6.20*	1.22*	4.84*	-2.87*	-0.48*	0.00	0.73
33%	6.22*	1.23*	4.31*	-2.61*	-0.49*	0.00	0.73
50%	6.22*	1.23*	-0.93	-1.43***	-0.20	0.00	0.73
EMPRESAS MENOS ENDIVIDADAS							
50%	4.79*	1.03*	0.93	1.43***	0.20	0.00	0.73
33%	5.81*	1.20*	5.26***	0.26	0.00	0.00	0.72
25%	5.46*	1.63*	11.98*	0.56	-0.66*	0.00	0.74
10%	5.89*	1.23*	5.08	7.31***	-0.52***	0.00	0.73

Fonte: Resultados desta pesquisa

* Valores significativos a 1%; ** significativos a 5%; *** significativos a 10%.

No grupo das empresas menos endividadas, a *dummy* multiplicada pelo lucro apresenta-se sempre positiva e, em duas ocasiões, também significativa. Ainda, observa-se que a *dummy* multiplicada pelo PL apresenta-se negativa e significativa nos cenários de endividamento mínimo. Isso sugere que a redução do endividamento eleva a relevância do lucro e reduz a relevância do PL.

Os resultados apurados para a amostra dos Estados Unidos sugerem que o PL ganha relevância relativa ao lucro quando o endividamento aumenta e que o lucro ganha relevância relativa ao PL quando o endividamento é menor.

Em ambos os países encontram-se indícios de que o aumento do endividamento eleva a relevância relativa do PL em comparação à relevância do lucro.

No Brasil, o endividamento reduz a relevância do lucro e não afeta a relevância do PL que, portanto, ganha relevância relativa.

Nos EUA, o endividamento reduz a relevância do lucro e do PL, quando se analisa as empresas mais endividadas, indicando que outras informações são mais utilizadas nos cenários de maior endividamento. Contudo, o impacto negativo sobre o lucro apresenta-se maior do que sobre o PL, de modo que o PL ganha relevância relativa. Ainda, a análise incondicional nos EUA revela que o endividamento impacta positivamente a relevância do PL e negativamente a relevância do lucro. Nesse cenário, o PL não ganha apenas relevância relativa, mas também absoluta.

5 CONCLUSÕES

No Brasil, cujo mercado de capitais é menos desenvolvido, os resultados sugerem uma maior relevância do PL até o ano de 2001. Todavia, a partir de 2002, o lucro aponta para uma maior relevância em comparação ao PL ao se precificar as ações. Característica essa, observada nos Estados Unidos onde o mercado de capitais é mais desenvolvido.

Essa sinalização de maior relevância de lucro, principalmente a partir de 2003, pode ser atribuída ao início do ciclo positivo de valorizações (Gráfico 01) e de aumento de volumes de negócios presenciados na Bovespa, com uma provável melhora de maturidade do investidor doméstico. Soma-se a isso, o grande volume de negócios oriundos de investidores externos, principalmente do capital americano.

Lopes (2001) ao mencionar sobre as razões das escassas pesquisas em países emergentes ou menos desenvolvidos, relata sobre os estágios de desenvolvimento da informação contábil nesses países. O autor enfatiza que esses mercados atingirão no futuro características similares aos países mais desenvolvidos. Em linha com o esperado, a partir de 1999, os resultados sugerem a interpretação de que à medida que o grau de endividamento das

empresas americanas se eleva, o preço de suas ações tende a reduzir. No Brasil, não foram encontrados indícios conclusivos sobre esse impacto. Talvez porque o endividamento bancário ainda é a principal forma de financiamento no mercado brasileiro e a opção por maior ou menor endividamento não seja sinalização de maior risco para os investidores. Já nos EUA, como o mercado de capitais é desenvolvido, a opção pelo endividamento parece sim ser sinalizador de maior risco, de modo a impactar negativamente os preços.

Ao estimar em *pooled* o impacto direto do lucro, do PL e da dívida sobre o preço das ações, nos diferentes níveis de endividamento, observa-se a indicação de maior relevância do PL nas empresas brasileiras mais endividadas e do lucro nas menos endividadas. Nos testes das empresas dos Estados Unidos, o lucro indica apresentar-se mais relevante que o PL em todos os níveis de endividamento. Este último resultado parece não captar todo o impacto do endividamento nas variáveis de lucro e PL, pois não indica alterações de relevância nos diversos níveis, em desacordo com os resultados esperados. Ao verificar o efeito indireto do endividamento sobre o preço das ações, ou seja, o efeito da dívida sobre a relevância do lucro e do PL (teste com todas as empresas – efeito incondicional da dívida), no Brasil como nos Estados Unidos, os resultados, de acordo com o esperado, sugerem que lucro tende a perder relevância à medida que o endividamento cresce. Por sua vez, os resultados sugerem que o PL tende a apresentar-se mais relevante com o aumento do endividamento.

Ainda, ao verificar o efeito indireto do endividamento sobre o preço das ações, porém buscando analisar se endividamentos com níveis diferenciados têm diferentes impactos no grau de relevância do lucro e do PL (testes com utilização de *dummy* para separar os grupos de 10%, 25%, 33% e 50% das empresas mais e menos endividadas - efeito condicional da dívida), quando o PL é comparado com o lucro, independente das características e evolução dos dois países (Brasil – mercado de capitais menos desenvolvido e Estados Unidos – mercado de capitais mais desenvolvido), o PL apresenta-se mais relevante que o lucro no grupo das empresas mais endividadas. O contrário ocorre, nos dois países, quando o teste é feito no grupo das empresas menos endividadas.

É observado ainda que, sob o efeito da dívida, tanto o lucro como o PL tendem a sofrer redução de relevância. Entretanto, a relevância do lucro parece sofrer maiores reduções que o PL à medida que o endividamento se eleva. Por sua vez, a redução do endividamento sugere uma elevação da relevância do lucro e, conseqüentemente, uma redução relativa da relevância do PL.

Assim, os resultados apurados para os dois países sugerem que o PL pode ganhar relevância relativa ao lucro quando o endividamento aumenta e que o lucro pode ganhar relevância relativa ao PL quando o endividamento é menor. Um ponto a ser destacado no Brasil é que o PL mantém-se com tendência de maior relevância no grupo das empresas mais endividadas, mesmo quando o lucro passa a indicar maior relevância que o PL (2002 a 2006) no conjunto de todas as empresas. O mesmo efeito é observado nos Estados Unidos, onde o lucro indica maior relevância em todos os períodos.

Desta forma, em ambos os países, os resultados sugerem a não rejeição da hipótese de que numa maior exposição ao financiamento bancário, o PL é mais relevante que o lucro. Porém, ao contrário do esperado, os resultados sugerem que a dívida não aumenta a relevância do PL, e sim, exerce menores impactos negativos sobre a relevância do PL do que sobre a do lucro.

Esta pesquisa contribui com literatura de finanças ao fornecer evidências do papel do PL como opção de abandono ou medida de valor em caso de liquidação da empresa, como sinalizado por Berger, Ofek e Swary (1996), Burgstahler e Dichev (1997), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Collins, Pincus e Xie (1999). Neste caso específico, os testes sinalizam o

papel do PL como garantia para recebimentos de dívidas como foi associado por Lopes e Martins (2005). Agora, entretanto, a associação aborda os diferentes níveis de endividamento em mercados diferenciados como no Brasil e nos Estados Unidos.

Novos testes poderão ser realizados para verificar o impacto do endividamento na relevância do lucro e do PL. Sugere-se utilizar esta metodologia segregando os grupos de empresas por tipo de indústria e tamanho para verificar se os níveis de alavancagem exercem os mesmos efeitos sobre as medidas contábeis, pois conforme Joos e Lang (1994) a razão dívida/ativo pode ser afetada por esses diferentes grupos.

REFERÊNCIAS

- ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, v. 38, n. 1 Spring 2000.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, v.6, 159-178, Autumn 1968.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária e Crédito, Brasília, 2005, 9 – 27. Disponível em: [<http://www.bcb.gov.br>]. Acessado em: 06 de fevereiro de 2007.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Desembolso Anual do Sistema BNDES. Disponível em: [<http://www.bndes.gov.br>]. Acessado em: 06 de novembro de 2007.
- BARTH, M.; CLINCH, G. Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research. Working Paper. Graduate School of Business, Stanford University, nov. 1999.
- BARTH, Mary E.; BEAVER, William. H.; LANDSMAN, Wayne R. The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 77-104, 2001.
- BEAVER, William. H. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 2ª ed. Englewood Cliffs.: Prentice Hall, 1998.
- BERGER, Philip G.; OFEK, Eli; SWARY, Itzhak. Investor Valuation of the Abandonment Option. *Journal of Financial Economics*, v. 42, p. 257-287, jan. 1996.
- BERGLOF, Erik. Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems. In *The Firm as a Nexus of Treaties*, edited by Aoki Masahico, Gustafsson Bo, and Oliver Williamson. London: Sage, 1990.
- BROWN, Philip; KENNELLY, John W. The Information Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence. *The Journal of Business*, v. 45, p. 403-415, July 1972.
- BURGSTÄHLER, David C.; DICHEV, Ilia D. Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review*, v. 72, n. 2, p. 187-215, Apr. 1997.
- COLLINS, Daniel W.; MAYDEW, Edward L.; WEISS, Ira S. Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, p. 39-67, 1997.
- COLLINS, Daniel W.; PINCUS, Morton e XIE, Hong. Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, v. 74, n 1, Jan. 1999.
- CUPERTINO, César Medeiros e COELHO, Reinaldo de Almeida. Alavancagem, Liquidez, Tamanho, Risco, Imobilizado e Intangíveis: Um Estudo de algumas Condicionantes do Book-to-Market em Empresas Brasileiras. In: 6º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006, São Paulo, 2006.
- EASTON, Peter D.; HARRIS, Trevor S. Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, v. 29, n. 1, Spring 1991.
- HAYN, Carla. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics*, v. 20, p. 125-153, sept. 1995.

- HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. Teoria da Contabilidade. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L. The Relevance of the Value-relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.
- JOOS, Peter; LANG, Mark. The Effects of Accounting Diversity: Evidence form the European Union. *Journal of Accounting Research*, v. 32, p. 141-168, 1994.
- KIGER, Jack E. An Empirical Investigation of NYSE Volume and Price Reactions to the Announcements of Quarterly Earnings. *Journal of Accounting Research*, v. 10, p. 113-128, Spring, 1972.
- KUMAR, Prem. Growth Stocks and Corporate Capital Structure Theory. *The Journal of Finance*. v. 2, p. 533-547. may 1975.
- LOPES, Alexsandro Broedel. A Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O modelo de Ohlson Aplicado à Bovespa. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - São Paulo: FEA/USP, 2001.
- _____. A informação Contábil e o Mercado de Capitais. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.
- MAY, Robert G. The Influence of Quarterly Earnings Announcements on Investor Decision of Reflected in Common Stock Price Changes. *Journal of Accounting Research*, v. 9, p. 119-163, 1971.
- MORSE, Dale. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A closer Examination. *Journal of Accounting Research*, v. 19, p. 374-384, 1981.
- OHLSON, J. A. "Earnings, book values and dividends in equity valuation. *The Contemporary Accounting Review*, v. 11, nº 2, p. 661-687, 1995.
- ROZO, José Danúbio. Novos Projetos: O que Valoriza mais a Empresa, Recursos Próprios ou de Terceiros? Qual a Proporção Ótima? *FIPECAFI*, v. 16, n. 27, p. 78-88, São Paulo, 2001.
- SILVA, José Pereira da. Gestão e Análise de Risco de Crédito. São Paulo: Atlas, 2000.