

## ANÁLISE DOS FATORES DETERMINANTES DO LUCRO LÍQUIDO DAS MAIORES EMPRESAS QUE ATUAM NO BRASIL

Carla Maria Zilli<sup>1</sup>  
Gilmar Ribeiro de Mello<sup>2</sup>

### RESUMO

O objetivo do estudo é analisar quais os componentes da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) que mais bem explicam o lucro líquido das maiores empresas, por volume de vendas, que atuam no Brasil, no período de 2005 a 2010. Para a realização desse estudo foi necessária a tipologia da pesquisa empírico-analítica, sua abordagem ocorreu de forma quantitativa e os dados foram mensurados com regressão em painel. As informações coletadas foram de 116 empresas, onde foi realizada uma análise com as variáveis que contribuem significativamente para a formação do lucro líquido das organizações nos períodos de 2005 a 2010. O estudo foi subdividido em setores (indústria, comércio e serviço) e as variáveis independentes que podem contribuir para o lucro líquido são as vendas líquidas, o custo da mercadoria vendida, as despesas com vendas, as despesas gerais e administrativas e as receitas e/ou despesas financeiras. Os instrumentos de pesquisa utilizados foram os Demonstrativos de Resultado do Exercício das organizações, onde foram coletadas todas as informações necessárias para realizar a análise. O estudo demonstrou que todas as variáveis analisadas contribuem para o lucro líquido das empresas, exceto as despesas gerais e administrativas no segmento da indústria que não conseguiu obter patamar de significância. Assim, demonstra a necessidade de análise geral de todas as variáveis para obtenção de bons resultados organizacionais.

**Palavras chave:** Lucro líquido; Demonstração de resultado do exercício; Dados em painel.

### 1 INTRODUÇÃO

As organizações visam gerar lucro para remunerar os capitais investidos. sendo necessário realizar a medição da eficiência das empresas para verificar se consegue atender a esse objetivo de geração de lucro.

No mundo contemporâneo e globalizado é indispensável às organizações utilizarem diversos fatores para auxiliar nas suas tomadas de decisões e nos gerenciamentos dos processos organizacionais, devendo analisar os fatores financeiros, humanos, tecnológicos, administrativos, energéticos etc. (MATARAZZO, 2008).

O tema abordado neste trabalho diz respeito aos fatores que contribuem para a geração do lucro, os quais serão estudados tendo como base as informações das maiores empresas, por volume de vendas, segundo a revista EXAME que atuam no Brasil.

O lucro líquido é um fator avaliado como determinante na análise de desempenho das organizações, nesse sentido, os resultados dos exercícios são

---

<sup>1</sup> Graduada em Administração.

<sup>2</sup> Doutor em Ciências Contábeis, Professor Adjunto da Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Campus Francisco Beltrão-PR.



direcionados para obtenção de maior eficácia. Assim, o estudo visa verificar quais os fatores que proporcionam maiores impactos sobre o lucro líquido nos segmentos de indústria, comércio e serviços.

A razão dessa pesquisa é geração de informações para facilitar o gerenciamento das organizações. Sendo o lucro um dos principais resultados para medir o desempenho da empresa é necessário verificar quais são os fatores que afetam essa variável e que propicia mudanças em seus valores monetários.

O lucro líquido é o resultado obtido pela empresa, contudo é preciso confrontar as receitas obtidas, os custos e as despesas que foram geradas para que assim o encontre. Por meio da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), as organizações conseguem analisar suas receitas e despesas operacionais e não operacionais, isso permite aos gestores conhecerem a estrutura que estão administrando, os possíveis problemas e soluções.

No entanto, essa estrutura pode ser diferente de acordo com o setor de atuação da empresa (indústria, comércio ou serviços), pois os valores monetários dos custos das matérias-prima, de mão-de-obra, de despesas, entre outros, variam, por isso, se faz necessário separá-las por setores, para assim, facilitar a análise e gerar dados mais focados.

Dessa forma, a questão de pesquisa norteadora deste trabalho é: quais os principais determinantes do lucro líquido das maiores empresas, por volume de vendas, que atuam no Brasil?

Assim sendo, para responder essa questão definiu-se como objetivo desta pesquisa analisar quais os componentes da DRE que mais bem explicam o lucro líquido das maiores empresas, por volume de vendas, que atuam no Brasil, no período de 2005 a 2010.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Lucro**

No contexto organizacional o objetivo final de uma empresa é o lucro, buscando sempre a remuneração dos valores aplicados pelos proprietários, pois o anseio final de cada período é o retorno financeiro do capital investido na organização (MARION, 2003).

Para Hendriksen (1999), o lucro é considerado como um aumento de bem-estar, propondo a ele e os itens do balanço patrimonial que sejam medidos com



base no regime de competência, para facilitar a medição da eficiência da empresa e informações relevantes para a predição de sua atividade futura, bem como dividendos.

No entendimento de Gitman (2002), a maximização do lucro é o fator chave das organizações, por isso a relevância de optar sempre pelos fatores que possibilitem maior retorno monetário possível. As organizações recebem rendimentos sobre seus fundos de investimentos realizados, onde esses ingressos devem ocorrer o mais breve possível, já que quanto antes for alcançado esses retornos, mais rápidos serão reinvestidos proporcionando futuramente novos resultados.

A mensuração do lucro pode ser realizada por meio de dois conceitos econômicos baseados na observação da realidade, o primeiro é a variação da riqueza e o segundo é a maximização do lucro sob condições especificadas da estrutura de mercado, demanda de produtos e custos de fatores de produção (HENDRIKSEN, 1999).

Segundo o mesmo autor, a variação da riqueza é o capital investido para, sendo assim, o capital é um estoque de riqueza num dado momento, já o lucro é o fluxo de serviços por unidade de tempo. O capital é a representação concreta de serviços futuros, em contra partida o lucro é o desfrute desses serviços num dado período. Contudo o capital refere-se ao volume presente no reservatório num instante qualquer e o outro se refere ao volume que sai do reservatório durante certo período. O lucro é o resultado obtido com o uso do capital, contudo as organizações não existem apenas para se beneficiar, precisa propiciar riqueza aos seus proprietários, se tornando então uma relação recíproca.

Já a maximização do lucro segundo Gitman (2002), não desconsidera apenas o fluxo de caixa, mas também o risco que é considerado como a possibilidade de alcançar os resultados diferentes dos esperados.

O lucro pode ser visto como o sucesso do investimento e para avaliação do desempenho, considerando este como medida de sucesso da administração de uma entidade de negócios em ambiente competitivo (CATELLI, 2001).

O lucro também é considerado como a variação do patrimônio de uma empresa durante um período, sendo então a forma de preservar o capital da organização, já o teste de sucesso (ou insucesso) das operações de uma empresa é



a medida pela qual o dinheiro é superior (inferior) ao dinheiro gasto (investido) no longo prazo considerando-se assim a mensuração de lucro (HENDRIKSEN, 1999).

O objetivo principal da organização sempre foi o aumento do lucro, mas atualmente este objetivo é impreciso, pois as ações necessitam ser tomadas não pensando em maximizar apenas os lucros atuais, mas também os futuros (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005).

O lucro é conceituado, em termos contábeis, como o resultado obtido entre a receita realizada e o custo consumido. A receita é considerada como tal, no momento da venda e os custos geralmente são correlacionados com as receitas do período (CATELLI, 2001).

Segundo Ludícibus, Marion e Pereira (2003) lucros são os rendimentos resultantes do capital aplicado na empresa pertencem aos seus proprietários que nela investiram. É calculado com base na diferença entre o excesso de receitas em relação as despesas. Já o lucro líquido são as sobras disponíveis aos sócios ou acionistas que é calculada por meio da DRE.

Enquanto que o lucro contábil é conceituado como sendo aquele ajustado de acordo com as exigências do Imposto de Renda, já o lucro econômico é considerado como aquele que pode ser consumido sem enfraquecer o valor subjetivo da empresa. O lucro contábil evidencia a objetividade, em contrapartida o lucro econômico é composto pela subjetividade, sendo uma expectativa do futuro (Ibid.).

No entendimento de Hendriksen (1999), o lucro líquido é considerado como um bom indicador da capacidade de pagamento de dividendos da empresa. Isso porque as organizações estabelecem os dividendos de acordo com a fração constante do lucro líquido, então a projeção do lucro líquido é essencial para o investidor analisar os possíveis retornos que obterá por meio dos dividendos futuros.

Em contra partida, o lucro líquido tem algumas deficiências, pois como é um instrumento de predição de dividendos futuros é facilmente distorcido, devido a incapacidade de fazer uma vinculação apropriada entre as receitas e despesas, e também à natureza arbitrária dos procedimentos de alocação a períodos (Ibid.).

No entendimento de Catelli (2001) é possível verificar que o principal fator de mensuração do lucro econômico é comparar o valor capitalizado dos recebimentos líquidos futuros no início e término do período. Sendo assim, o lucro é considerado como o valor máximo que o proprietário da organização consegue obter para continuar mantendo o capital do empreendimento intacto.



Para melhor compreensão da diferença entre o lucro contábil e o econômico tem-se o Quadro 1.

Quadro 1 - Diferença entre lucro contábil e lucro econômico

LUCRO	
Contábil	Econômico
1. Maior objetividade.	1. Maior subjetividade.
2. Apurado pelo confronto entre as receitas realizadas pelas vendas e custos consumidos (ativos expirados).	2. Apuração pelo incremento no valor presente do patrimônio líquido.
3. Os ativos são avaliados na base dos custos originais.	3. Os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios futuros.
4. O patrimônio líquido aumenta pelo lucro.	4. O lucro deriva do aumento do patrimônio líquido da entidade.
5. Ênfase em custos.	5. Ênfase em valores.
6. Não reconhece ganhos não realizados.	6. Reconhecimento de ganhos realizados e não realizados.
7. Não se efetuam ajustes em função de mudanças nos níveis de preços dos bens.	7. São efetuados ajustes devido a mudanças nos níveis de preços dos bens na economia.
8. "Amarração" do lucro à condição de distribuição de dividendos.	8. "Amarração" do lucro à condição de aumento da riqueza, independentemente da condição de distribuição de dividendos.
9. Não reconhecimento do goodwill.	9. Reconhecimento do <i>goodwill</i> .
10. Utilização de regras e critérios dogmáticos.	10. Utilização de regras e critérios econômicos.

Fonte: Catelli (2001)

## 2.2 Análise dos componentes do lucro

A análise da rentabilidade é considerada como um relatório vital baseado nas demonstrações financeiras que os gerentes necessitam para dirigir as organizações. Sendo assim, para Matarazzo (2008) as relações entre renda e investimentos são consideradas como forma de calcular a taxa final de retorno do capital de acionistas.

Ao término de cada exercício social, é elaborado pela contabilidade a DRE onde apresenta os indicadores globais da eficiência: o retorno obtido por meio dos investimentos realizados pelos proprietários. A elaboração da DRE propicia administração mais eficiente dos recursos, pois será medido o sucesso da gestão de acordo com o resultado final obtido na demonstração e em contrapartida será avaliado o montante aplicado no Ativo ou no capital investido pelos proprietários (MARION, 2003).

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002) a DRE mede o desempenho durante um determinado período específico, verificando diversas seções. A seção operacional apresenta as receitas e despesas vinculadas às operações principais das organizações. Já seção não operacional inclui os custos incididos com financiamentos, despesas com juros, a outra seção indica o valor dos impostos



lançados contra o lucro. E o último item é o lucro líquido que normalmente é relacionado com o número de ações ordinárias, ou seja, o lucro por ações.

A DRE é elaborada a partir do regime de competência, ou seja, todas as receitas, os custos e as despesas são considerados à época de sua ocorrência, no caso o exercício competente e não no seu efetivo recebimento ou pagamento (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005).

As receitas, segundo Hendriksen (1999), são consideradas como o produto gerado por uma empresa, medidas por meio de preços correntes de troca. Já os custos assumidos para gerar as despesas devem ser reconhecidos no momento em que as receitas são geradas. As receitas são consideradas como o fluído essencial para as organizações e estas têm a função aumentar o lucro. É considerada como um fluxo de criação de bens ou serviços por uma empresa durante o período. São consideradas como as entradas de ativos na organização decorrentes da entrega ou da produção de bens.

Já as despesas são as variações desfavoráveis dos recursos das empresas, ou seja, são elas que diminuem o lucro. Tem como função indicar os gastos relacionados diretamente ou indiretamente à produção e venda do produto da empresa (Ibid.).

O resultado do exercício pode ser o lucro ou prejuízo, mas como prejuízo é uma condição efêmera e passageira, normalmente utiliza-se a terminologia lucro ao final da DRE. Marion (2003) afirma que a terminologia lucro é muito ampla e existem diversas formas de apresentação desses conceitos na DRE, podendo ser: Lucro Bruto; Lucro Operacional; Lucro antes do Imposto de Renda; Lucro depois do Imposto de Renda; Lucro Líquido. A contabilidade tem como função não só apurar o resultado final, mas também demonstrar os componentes de sua formação, analisando-os para fins gestoriais. Sua análise é realizada por meio das varias e contínuas mutações patrimoniais ocorridas no intervalo de tempo considerado (IÇO; BRAGA, 2001).

Simplificando, a DRE inicia-se com as receitas brutas de vendas e de serviços, as quais são compostas pelo somatório de todos os valores agregados por venda de produtos e/ou serviços relacionados às atividades fins da empresa. Pode ser considerada como o faturamento da organização no período, incluindo as vendas à vista e a prazo (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005).



Assaf Neto (2007) explica que a receita bruta de vendas e serviços sofre ajustes, sendo descontado os valores provenientes de descontos concedidos a clientes, as devoluções de mercadorias ou cancelamento de vendas e a dedução também dos impostos sobre as vendas realizadas no período, assim, é calculado a receita líquida de vendas.

Com as informações das receitas líquidas de vendas é necessário descontar o custo da mercadoria vendida, que é o custo de produção ou aquisição dos produtos vendidos ou dos serviços prestados.

Dessa forma, encontra-se o lucro bruto, que é a diferença entre as receitas de vendas das mercadorias e o custo da mercadoria vendida, sem considerar as despesas administrativas, de vendas e financeiras. O lucro bruto para Marion (2003) é cobertura dos gastos relativo à fabricação do produto, e quanto maior a fatia determinada lucro bruto, maior poderá ser os resultados obtidos.

As despesas operacionais são deduzidas do lucro bruto e são compostas pelo somatório das despesas administrativas, de vendas e financeiras (LEMES JUNIOR, RIGO E CHEROBIM, 2005). Essas despesas são necessárias para vender os produtos, administrar a empresa e financiar as operações, portanto são aquelas despesas vitais para a manutenção da atividade operacional da empresa.

No entendimento de Marion (2003) o Lucro operacional é o resultante obtido devido às atividades operacionais da empresa, é calculado por meio da diferença entre o lucro bruto e as despesas operacionais, sendo assim é o principal resultado operacional da empresa.

Após o cálculo do lucro operacional, é preciso descontar as outras receitas e/ou despesas não operacionais, sendo que essas não se encaixam nas despesas operacionais anteriores por não serem provenientes da atividade objeto da empresa. As contas que se enquadram nesse contexto são os dividendos recebidos de investimentos, variações nos investimentos monetários, receita de vendas de sucatas, perdas ou ganhos proveniente de baixa ou venda de ativos permanentes, entre outras (ASSAF NETO, 2007).

O lucro antes do imposto de renda é calculado com base na diferença entre o lucro operacional e as despesas e receitas não operacionais incorridas no período (MARION, 2003). Sendo assim, ele representa o quanto à empresa ganhou em todas as suas atividades, considerando as suas atividades operacionais e





acrescendo os resultados obtidos de suas decisões de financiamento e investimento.

Deduzido o imposto de renda calcula-se o lucro após o imposto de renda, sendo que a base do cálculo do imposto de renda não é exatamente o lucro apurado pela contabilidade, mas o lucro ajustado às disposições da legislação do imposto de renda, sendo denominado de lucro real (MARION, 2003).

A partir disso, é retirado a parcela do lucro líquido destinado as participações previstas nos estatutos, debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, devendo ser aprovado em assembléia dos acionistas e constar no estatuto da empresa (LEMES JUNIOR, RIGO E CHEROBIM, 2005).

O Lucro líquido para Marion (2003) é obtido por meio da apuração do lucro depois do imposto de renda menos as participações previstas nos estatutos, é considerado como a sobra líquida que se encontram a disposição de novos investimentos e parcela dele aos seus proprietários ou acionistas.

Ao final, é realizada a transferência do valor do lucro líquido do exercício para o patrimônio líquido, especificamente nas contas Lucros ou Prejuízos acumulados, para que seja apresentado a assembléia ordinária dos acionistas da companhia (ASSAF NETO, 2007).

### **2.3 Fonte de informações sobre o lucro líquido**

Na concepção de Hendriksen (1999) o objetivo da divulgação do lucro é a divulgação das informações úteis aos interessados nos relatórios financeiros, por isso o a necessidade de anunciar os objetivos específicos para que assim se obtenha uma compreensão mais detalhada sobre o lucro.

O lucro é considerado como um indicador que avalia a eficiência da gestão da empresa, e a utilização dos dados históricos dos lucros possibilita a análise temporal informando sua trajetória e facilitando a previsão para os pagamentos de dividendos no futuro (Ibid.).

É relevante obter informações para auxiliar as tomadas de decisões gerenciais, sendo que essas informações devem ser levantadas internamente e externamente. Para Lemes Junior, Rigo e Cherobim (2005) as informações internas são obtidas por meio das demonstrações financeiras e as externas pela análise de tendências de mercado, ações da concorrência, decisões da política econômica e





situação do mercado global, portanto, as informações internas são sobre a empresa, já as externas é sobre o ambiente.

A necessidade de obtenção de informações externas é devido às oscilações e mudanças nos hábitos comerciais que isso propicia, e a atenção voltada para o mercado para saber quais as novas tendências, entretanto a organização não tem poder para modificar esses fatores.

Toda organização para Hendriksen (1999) objetiva maximização dos fluxos de dividendos aos acionistas durante o período de vida da empresa, ou a maximização de valor, ou o valor de mercado. Contudo a mensuração do lucro exige que seja calculada em períodos mais curtos para facilitar o controle e tomada de decisão por acionistas, credores e administradores. As limitações na mensuração do lucro líquido estão relacionadas à incapacidade de revelar a natureza e a composição do lucro para atender a previsibilidade.

O autor ainda complementa que o fornecimento de uma medida de lucro como indicador do desempenho de uma empresa é a principal preocupação da moderna divulgação de informações financeiras, por isso a utilização da mensuração de desempenho. Contudo existem problemas conceituais e práticos a serem considerados, pois a divulgação do lucro contábil deve ser melhorado dando ênfase a dados e transações ao processo de contabilização por competência do exercício. Outros defendem que o conceito operacional de lucro deve ser utilizado para indicar a capacidade de pagamento de dividendos da empresa.

## 2.4 Estudos realizados sobre o tema

Muitos estudos são feitos considerando aspectos relacionados ao lucro, cada um com suas especificidades, procurando responder diferentes objetivos. Para melhor ilustrar esse fato e proporcionar uma fonte de informações para comparar com a pesquisa que aqui está sendo realizada, segue abaixo a descrição de alguns estudos:

- Iço e Braga (2001): buscaram analisar a utilidade do EBITDA (Resultados antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Ao final do estudo, os autores concluíram que independente do indicador de desempenho escolhido para avaliar a empresa, não é possível utilizar unicamente um resultado apurado no exercício social, pois há despesas antecipadas e créditos diferidos, omitidos, super ou subavaliados que podem distorcer os resultados encontrados;



- Wasserman (2003): realizou uma abordagem apresentando os vários conceitos de lucros relacionando com a preservação da riqueza, sua importância era para melhorar e tornar as informações contábeis mais claras para o processo de tomada de decisão. E ainda, buscou relacionar também com a teoria econômica para proporcionar informações úteis também às tomadas de decisões econômicas. No decorrer do estudo se averiguou que os diversos conceitos de lucros e as diferentes formas de mensurá-lo, sendo este considerado como o resultado do uso de capital como fator que propicia o estoque a gerar serviços futuros. Ao final, visualizou que a preservação do capital é a tarefa essencial dos responsáveis pelas organizações, devendo sempre refletir sobre as situações para que a administração empresarial possa ter um guia seguro na sua tarefa de conservar o capital e obter o lucro, simultaneamente;
- Bruno (2005): apresentou uma abordagem relacionando o lucro e a acumulação de capital como formas fundamentais no processo de crescimento em economias capitalistas. Foi testado empiricamente a taxa de dependência da acumulação de capital em relação à taxa média de lucro da economia brasileira, no período de 1941 à 2003. Ao final dessa abordagem foi possível analisar que nos anos 90 a taxa média de lucro empresarial evoluiu segundo a mesma tendência de crescimento da dívida externa / Produto Interno Bruto (PIB), enquanto a taxa de acumulação de capital produtivo permaneceu em tendência de queda;
- Colauto e Beuren (2006): o objetivo do estudo foi propiciar um apoio aos usuários internos e externos na tomada de decisões estratégicas e táticas. Foi utilizada uma forma de medir o lucro para indicar o desempenho da empresa e facilitar o processo de tomada de decisão, por meio de dados precisos. Foi utilizada uma pesquisa exploratória e quantitativa para avaliar a influência do *accruals* provenientes da depreciação, na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido. O estudo foi realizado com base nas 500 Maiores e Melhores Empresas do Brasil, conforme publicado na Revista Exame de 2002. Ao final, foi evidenciado a relevância das informações geradas pelo lucro contábil ao longo do ciclo de vida das empresas como medida essencial no processo decisório, reforçando a concepção de atribuir parcelas proporcionais de seu resultado, mesmo que revestidas de subjetividade e aproximações;
- Santos e Lustosa (2009): Visaram observar a existência da relação lucro contábil e o preço das ações. O intuito era analisar se o mercado era mais favorável às



receitas ou despesas, tendo em vista as alterações dos lucros, em virtude na ocorrência de níveis superiores de receitas do que despesas. Esse estudo foi realizado empiricamente por meio de regressões lineares múltiplas, entretanto os resultados obtidos não confirmaram a hipótese estabelecida, pois as variações das receitas não se mostraram estatisticamente significativas na relação estudada, ao contrário da observação das variações nas despesas que se mostraram significativas.

### 3 METODOLOGIA

A abordagem utilizada nesse estudo é a abordagem quantitativa, a qual segundo Richardson (1999) é conceituada como o emprego da quantificação tanto das modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas.

A tipologia da pesquisa foi a empírico-analítica, que segundo Martins (2002, p. 34) é o tipo de pesquisa que,

(...) apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas tem caráter técnico, restaurador e incrementalista. Tem forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de teses dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Esta pesquisa foi realizada por meio de dados coletados no *site* da BM&FBOVESPA, onde foram retirados os dados das DRE das empresas da amostra.

As empresas inicialmente selecionadas foram as 500 maiores empresas pelo valor das vendas no ano de 2009, da Revista Exame Melhores e Maiores. E o período de análise foi de 2005 à 2010.

Tendo em vista a ausência de dados dos anos analisados ou a falta de informações sobre as variáveis, foi necessário reorganizar a amostra para 116 empresas, sendo 40 empresas no segmento da indústria, 31 no segmento do comércio e 44 no segmento de serviços, conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Empresas da amostra

Modelo da indústria	Modelo do comércio	Modelo do serviço
Bombril S/A	Ambev Brasil Bebidas Ltda	Aes Sul Dist. Gaúcha de Energ S/A
Braskem S/A	Bombril S/A	Aes Tietê S/A
Brf - Brasil Foods S/A	Cambuci S/A	All Malha Nortes
Camargo Corrêa Cimentos S/A	Cia Pão de Açúcar	Amerigel S/A
Cia Hering	Souza Cruz S/A	Anhanguera Educacional S/A
Industrial S/A e Controladas	Cosan S/A	Amil Ltda
Contax S/A	Cremer S/A	Ampla Energia e Serviços S/A
Cosan S/A Indústria e Comércio	DHB Indústria e Comércio S/A	Bandeirante Energia S/A



Duke Energy International - Geração Paranapanema S/A	Globex Utilidades S/A e Controladas	Brasil Telecom S/A
Duratex S/A	Grendene S/A	Cemig Transmissão S/A
Eletrobrás Termonuclear S/A	Guararapes Confeccões S/A	Cemig Distribuição S/A
Embraer S/A	Cia Hering	Centrais Elétricas Brasileiras S/A
Fertilizantes Heringer S/A	Cia Industrial Cataguases	Centrais Elét. Matogrossenses S/A
Fibria Celulose S/A	Correia Ribeiro S/A	Centrais Elétricas Pará S/A
Gafisa S.A e Suas Controladas	Comércio e Indústria, Dimed S/A	Cesp
Gerdau Açominas S/A	Saraiva e Siciliano S/A	Cia Energ. do Rio Grande do Norte
Gerdau Aços Longos S/A	JBS S/A	Sabesp
Guararapes Confeccões S/A	Lojas Americanas S/A	Cielo S/A e Controladas
lochpe-Maxion S/A	Lojas Renner S/A	CIA de Bebidas das Américas
Itautec S/A	Natura Cosméticos S/A	CIA de Telecom.do Brasil Central
J. Macêdo S/A	M. Dias Branco S/A	CTEEP
Josapar - Joaquim Oliveira S.A. Participações	Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S/A	Concessionária da Rodovia Presidente Dutra S/A
Klabin S/A	Minerva S/A	CPFL Comercialização Brasil S/A
Mahle Metal Leve S/A	Hypermarcas S/A	Diagnósticos da América S/A
Mangels Indústria e Comércio Ltda	Profarma S/A	Elektro Eletricidade e Serviços S/A
Marcopolo S/A	Tekno S/A Indústria e Comércio	Eletropaulo S/A
Marfrig Alimentos S/A	Vale Fertilizantes S/A	Embratel Participações S/A
Mendes Junior Trading e Engenharia S/A	Tec Toy S/A	Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S/A
Petrobras Distribuidora S/A	Vulcabras/Azaleia S/A	Energisa Paraíba S/A
Positivo Informática S/A	WLM Indústria e Comércio S/A	Espírito Santo Centrais Elét.S/A
Randon S/A	Randon S/A	Ferrovia Centro-Atlântica S/A
Santher S/A		Light Serviços de Eletricidade S/A
Suzano Papel e Celulose S/A		Localiza Rent a Car S/A
Totvs S/A		MRS - Logística S/A
Tupy S/A		Redecard S/A
Usiminas Mecânica S/A		Rio Grande Energia S/A
Vale S/A		Tam - Linhas Aéreas S/A
Vicunha Têxtil S/A		Tegma Gestão Logística S/A
Weg Equipamentos Elétricos S/A		Telesp
Yara Brasil Fertilizantes S/A		Telemar Norte Leste S/A
		Tim Celular S/A
		Tractebel Energia S/A
		Universo Online S/A
		Vivo S/A

Para responder o objetivo proposto foi utilizada a técnica de estatística denominada de regressão com dados em painel que é uma unidade de corte transversal acompanhadas de um longo tempo, sendo assim dados em painel utilizam uma dimensão espacial e outra temporal, isto foi realizado por meio do *software* STATA® 11.

No entendimento de Gujarati (2006) os dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis. E ainda, sua aplicabilidade enriquece a análise empírica facilitando analisar as séries temporais periodicamente.

Para utilizar a regressão de dados em painel faz-se necessário estabelecer a variável dependente (explicada) que neste trabalho é o lucro líquido, e as variáveis independentes (explicativas) que são: vendas líquidas, custos operacionais, despesas administrativas, despesas financeiras e despesas com vendas.



Em resumo, foi feita uma regressão de dados em painel para cada segmento da amostra das empresas (indústria, comércio e serviços), considerando as variáveis calculadas dos anos de 2005 a 2010.

O modelo geral para dados em painel é representado por:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{nit}X_{nit} + e_{it}$$

Nessa notação, o subscrito  $i=1, \dots, N$  indica as empresas,  $n$  o tempo,  $B_0$  o parâmetro de intercepto e  $\beta_k$  o coeficiente angular correspondente a  $k$ -ésima variável explicativa do modelo.

Dentre os modelos que ajustam o modelo geral a fim de torná-lo mais funcional, estão: *Fixed-Effects Model* (Modelos Fixos) e o *Random Effects* (Efeitos Aleatórios). O Modelo de Efeitos Fixos baseia-se na premissa de que os coeficientes da regressão podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como variáveis fixas, ou seja, não aleatórias (MARQUES, 2000). Já o Modelo de Efeitos Aleatórios segue a premissa de que a influência do comportamento do indivíduo ou o efeito do tempo não podem ser conhecidos. Dessa forma, admite-se a existência do erro não correlacionado com os regressores.

Os dados em painel analisados são realizados com base nos efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA), sendo que a opção pelo melhor modelo explicativo deu-se através do Teste Hausman o qual considera duas hipóteses:

$H_0$ :  $p$ -valor  $> 0,05$  - O Modelo de Efeitos Aleatórios é consistente.

$H_a$ :  $p$ -valor  $< 0,05$  – Modelo de Efeitos Fixos (contraria a hipótese nula de que o Modelo de Efeitos Aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa).

O teste de Hausman é um teste do tipo *Wald*, cuja hipótese nula é que as diferenças nos coeficientes não são sistemáticas, ou seja, os coeficientes do modelo e os efeitos aleatórios são ortogonais. A rejeição da hipótese nula indica que a melhor escolha é o modelo de efeitos fixos, tendo em vista que esta condição é essencial no modelo de efeitos aleatórios (MARQUES, 2000).

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o anseio de atender os objetivos propostos pelo estudo, foram realizados três modelos para a regressão de dados em painel, conforme descrição abaixo:

- 1) Modelo para a indústria: como variável dependente, ao lado esquerdo da equação, está o lucro líquido e como variáveis dependentes, ao lado direito da equação os gastos são: vendas líquidas, custo do produto vendido, despesas



com vendas, despesas gerais e administrativas e as receitas e/ou despesas financeiras.

- 2) Modelo para o comércio: como variável dependente, ao lado esquerdo da equação, está o lucro líquido e como variáveis dependentes, ao lado direito da equação os gastos são: lucro líquido, e como variáveis dependentes, ao lado direito da equação, os gastos são: vendas líquidas, custo da mercadoria vendida, despesas com vendas, despesas gerais e administrativas e as receitas e/ou despesas financeiras.
- 3) Modelo para o serviço: como variável dependente, ao lado esquerdo da equação, está o lucro líquido e como variáveis dependentes, ao lado direito da equação os gastos são: lucro líquido, e como variáveis dependentes, ao lado direito da equação, os gastos são: vendas líquidas, custo da mercadoria vendida, despesas com vendas, despesas gerais e administrativas e as receitas e/ou despesas financeiras.

O teste Hausman do modelo para a indústria apresentou um p-valor < 0,05 (Prob > chi2 = 0,0000), contrariando a hipótese nula de que o Modelo de Efeitos Aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do Modelo de Efeitos Fixos.

A Tabela 1 apresenta o resultado da regressão com efeitos fixos para o modelo para indústria.

Tabela 1 - Regressão com efeitos fixos para o modelo da indústria

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	t	P> t	95% Conf. Intervalo	
Vendas Líquidas	0,405	0,049	8,29	0,000	0,309	0,501
CPV	-0,400	0,068	-5,91	0,000	-0,534	0,267
Desp. Vendas	1,107	0,410	2,70	0,008	0,297	1,916
Desp. Administrativas	-0,354	0,244	-1,45	0,149	-0,836	0,128
Rec./desp. Financeiras	0,890	0,229	3,880	0,000	0,438	1,343
Constante	-135626	176660,9	-0,77	0,444	-484037,3	212785,3
R-sq: within = 0,5496		Prob > F = 0,0000				

Fonte: extraído do software STATA® e adaptada pelos autores.

Por meio do *output* apresentado na Tabela 1, pode-se afirmar que  $R^2$  *within*, que é o  $R^2$  do modelo de efeitos fixos, é de ordem de 54,96%. Esse coeficiente indica uma ótima adequação da modelagem proposta (FÁVERO *et al.*, 2009). O modelo mostra-se significativo, uma vez que apresenta uma Prob > F < 0,05 (Prob > F = 0,0000).

Com base nos resultados obtidos para os coeficientes do modelo é possível afirmar com 95% de confiança que todas as variáveis têm significância, contudo as que mais contribuem são às vendas líquidas, o custo das mercadorias vendidas e as



receitas e/ou despesas financeiras, que analisadas individualmente, apresentam maior poder explicativo, uma vez que estas apresentam a  $P > |t| = 0,000$ .

Cabe destacar que as vendas líquidas possuem um coeficiente positivo (0,405), isso significa que quanto mais vendas líquidas maior será o lucro líquido. Já o CPV tem o coeficiente negativo (-0,400), demonstrando que quanto menos custos a empresa possuir mais lucro vai obter. Por fim, as receitas e/ou despesas financeiras possuem um coeficiente positivo (0,890), ou seja, quanto maior essa conta maior será o lucro líquido. No caso dessa última variável, deve-se considerar que prevaleceu na maioria dos dados a receita financeira.

A variável despesas com vendas, no modelo de indústria obteve coeficiente positivo (1,107), isso pode ter ocorrido em função de muitos investimentos constantes no esforço de vendas, além disso demonstra conseguir obter bons resultados contribuindo proporcionalmente ao lucro. Já as despesas gerais e administrativas não tiveram nível de significância neste modelo por apresentado  $P > |t| 0,149$ , sendo superior ao nível proposto.

A equação resultante do modelo de efeitos fixos pode ser escrita como segue:  

$$LL_{it} = -135626 + 0,4050631 (Vendas\ Líquidas)_{it} - 0,4003057 (Custo\ da\ mercadoria\ vendida)_{it} + 1,106821 (Despesas\ com\ vendas)_{it} - 0,3542386 (Despesas\ Administrativas)_{it} + 0,8904002 (Receitas\ Financeiras)_{it} + e_{it}$$

O teste Hausman do modelo para o comércio validou a hipótese alternativa da existência do Modelo de Efeitos Fixos, dado que  $Prob > \chi^2 = 0,000$ . Assim o modelo de efeitos fixos é o modelo mais apropriado para a análise da amostra.

A Tabela 2 apresenta o resultado da regressão com efeitos fixos do modelo para o comércio.

Tabela 2 - Regressão com efeitos fixos para o modelo comércio

Variáveis	Coeficiente	Erro padrão	T	P> t	95% Conf. Intervalo	
Vendas Líquidas	0,729	0,482	15,12	0,000	0,634	0,824
CMV	-0,743	0,048	-15,34	0,000	-0,839	-0,647
Desp. Vendas	-0,270	0,109	-2,48	0,014	-0,485	-0,054
Desp. Administrativas	-0,666	0,074	-8,94	0,000	-0,813	-0,519
Rec./desp. Financeiras	1,314	0,092	14,29	0,000	1,132	1,496
Constante	-222147	27065,76	-8,21	0,000	-275626,3	168667,6
R-sq: within = 0,8879		Prob > F = 0,0000				

Fonte: extraído do software STATA® e adaptada pelos autores.





Por meio do *output* apresentado na Tabela 2, pode-se afirmar que  $R^2$  *within*, que é o  $R^2$  do modelo de efeitos fixos, é de ordem de 88,79%. O modelo mostra-se significativo, uma vez que apresenta uma  $\text{Prob}>F<0,05$  ( $\text{Prob} > F=0,000$ ).

Com base nos resultados obtidos para os coeficientes do modelo é possível afirmar com 95% de confiança que todas as variáveis contribuem com alto grau de explicação, sendo as vendas líquidas, o custo da mercadoria vendida, as despesas administrativas e as receitas e/ou despesas financeiras as de maior significância devido destas variáveis serem ( $P>|t|=0,000$ ). Em contra partida, as despesas relacionadas com vendas, contribuíram menos, já que as variáveis têm significância de ( $P>|t|=0,014$ ).

Vendas líquidas possuem um coeficiente positivo (0,729), isso significa que elas contribuem para o aumento do lucro líquido. Já o CMV tem o coeficiente negativo (-0,743), demonstrando que quanto menos custos a empresa possuir maiores serão os lucros alcançados. As despesas com vendas possuem coeficiente negativo (-0,270) o que representa que quanto menor forem seus gastos nessa variável maior serão os resultados obtidos no lucro líquido. Por fim, as receitas e/ou despesas financeiras possuem um coeficiente positivo (1,314), ou seja, quanto maior essa conta maior será o lucro líquido. No caso dessa última variável, deve-se considerar que prevaleceu na maioria dos dados a receita financeira, pois o coeficiente obtido foi positivo.

A equação resultante do modelo de efeitos fixos pode ser escrita como segue:  

$$LL_{it} = -222147 + 0,7291917 (\text{Vendas Líquidas})_{it} - 0,7431788 (\text{Custo da mercadoria vendida})_{it} - 0,269887 (\text{Despesas com vendas})_{it} - 0,6658391 (\text{Despesas Administrativas})_{it} + 1,314046 (\text{Receitas Financeiras})_{it} + e_{it}$$

O teste Hausman do modelo para o serviço validou a hipótese alternativa da existência do Modelo de Efeitos Fixos, dado que a  $\text{Prob}>\chi^2=0,0021$ , demonstrando que o modelo de efeitos fixos é o modelo mais apropriado para a análise da amostra.

Na sequência, é apresentada a Tabela 3 com os resultados da regressão com efeitos fixos do modelo para o serviço.

Tabela 3 - Regressão com efeitos fixos do modelo para o serviço

Variáveis	Coeficiente	Erro padrão	t	P> t	95% Conf. Intervalo
Vendas Líquidas	0,593	0,045	13,27	0,000	0,505 0,681
CSP	-0,692	0,052	-13,16	0,000	-0,795 -0,588
Disp. Vendas	-0,377	0,084	-4,50	0,000	-0,542 -0,212
Disp. Administrativas	-0,536	0,058	-9,27	0,000	-0,649 -0,422



Rec./desp. Financeiras	0,521	0,0398	13,10	0,000	0,442	0,599
Constante	221416,9	39943,46	5,54	0,000	142696,1	300137,1
R-sq: within = 0,7308      Prob > F = 0,0021						

Fonte: extraído do *software* STATA® e adaptada pelos autores.

Por meio da Tabela 3, pode-se afirmar que  $R^2$  *within*, que é o  $R^2$  do modelo de efeitos fixos, é de ordem de 73,08%. O modelo mostra-se significativo, uma vez que apresenta uma  $\text{Prob}>F<0,05$  ( $\text{Prob} > F=0,0021$ ).

É possível analisar que as vendas líquidas possuem um coeficiente positivo (0,593), isso representa que sua contribuição é diretamente proporcional ao lucro líquido. Já o CSP (Custo do Serviço Prestado) tem o coeficiente negativo (-0,692), demonstrando que quanto menor seus valores maiores serão os lucros alcançados. As despesas com vendas possuem coeficiente negativo (-0,377) o que representa que esta variável é inversamente proporcional aos resultados obtidos no lucro líquido.

Por fim, as receitas e/ou despesas financeiras possuem um coeficiente positivo (0,521), ou seja, quanto maior essa conta maior será o lucro líquido. Para essa última variável, é necessário considerar que a maioria dos dados é referente a receitas financeiras, já que o coeficiente obtido foi positivo.

A equação resultante do modelo de efeitos fixos pode ser escrita como segue:  

$$LL_{it} = 241416,9 + 0,5929423 (\text{Vendas Líquidas})_{it} - 0,6919521 (\text{Custo do serviço prestado})_{it} - 0,3766946 (\text{Despesas com vendas})_{it} - 0,5356107 (\text{Despesas Administrativas})_{it} + 0,5211005 (\text{Receitas Financeiras})_{it} + e_{it}$$

Com base nos resultados obtidos para os coeficientes do modelo é possível afirmar com 95% de confiança que as todas as variáveis que explicam este modelo, pois todas as variáveis apresentaram  $P>|t|=0,000$ .

Na Tabela 4 são apresentados os coeficientes mostrando sua representatividade em relação a cada variável do setor analisado.

Tabela 4 – Análise geral dos resultados dos modelos

Variáveis	Coeficiente Indústria	Coeficiente Comércio	Coeficiente Serviço
Vendas Líquidas	0,405	0,729	0,593
CPV / CMV / CSP	-0,400	-0,743	-0,692
Desp. Vendas	1,107	-0,270	-0,377
Desp. Administrativas	-0,354	-0,666	-0,536
Rec./desp. Financeiras	0,890	1,314	0,521
Constante	-135626	-222147	221416,9

Fonte: extraído do *software* STATA® e adaptada pelos autores.



As vendas líquidas têm maior representatividade no modelo do comércio, pois tem coeficiente positivo de (0,729), isso demonstra que neste modelo essa variável tem maior participação.

O CPV apresentou o menor índice de representatividade sendo (-0,400) e por ser uma variável negativa que contribuiu inversamente proporcional ao lucro é a melhor alcançada, já que assim a redução dos seus lucros é menor. O CMV e o CSP de forma geral podem ser considerados como os fatores que mais reduzem o lucro líquido nos modelos do comércio e do serviço, pois seus coeficientes nessa variável são os maiores das demais variáveis, e seu lucro diminui por ser coeficientes negativos que fazem à redução do lucro líquido.

As despesas de vendas no modelo da indústria conseguir obter valor e atingir coeficiente positivo, contribuindo proporcionalmente ao lucro, o que é considerado de grande relevância. Em contra partida, os modelos do comércio e do serviço obterão coeficientes negativos diminuindo a contribuição ao lucro líquido.

Em relação às despesas administrativas, o modelo da indústria obteve melhores resultados alcançando coeficientes inferiores aos demais (-0,354) como são valores negativos tendem a reduzir o lucro líquido, por isso as organizações devem buscar alcançar os menores índices. As despesas administrativas do comércio foram as superiores (-0,666) demonstrando que foi o modelo que mais obteve redução ao valor total do lucro líquido avaliando apenas essa variável.

Avaliando as receitas financeiras é possível verificar que o modelo que mais obteve resultados significativos foi o comércio (1,314) e como seu coeficiente é positivo isso representa uma contribuição para aumento do lucro líquido. Essas receitas não são obtidas por meio da realização das atividades fins da empresa, por isso sua margem alta pode apresentar desvio da atividade principal da empresa.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo foi realizado com base em 116 das maiores empresas, por volume de vendas que atuam no Brasil. Nesse contexto, foi analisado os fatores que causam maiores impactos no lucro líquido das empresas, utilizando as informações contábeis das DREs.

Em síntese, os modelos de indústria, comércio e serviços tiveram grande representatividade pelas variáveis de vendas líquidas, o custo das mercadorias vendidas e as receitas e/ou despesas financeiras que se manteve com índices



excelentes de contribuição ao lucro líquido das organizações, sendo ( $P > |t| = 0,000$ ). As despesas com vendas nos modelos de comércio e de indústria obtiveram uma participação inferior, sendo ( $P > |t| = 0,014$ ) e ( $P > |t| = 0,008$ ), respectivamente. Contudo, considerando o grau de confiança em 95%, é possível verificar que esta contribuiu significativamente na composição dos lucros líquidos.

As despesas administrativas não impactaram significativamente no lucro líquido das empresas no modelo da indústria, isso pode ser verificado no ( $P > |t| = 0,149$ ). As despesas administrativas no caso das indústrias, não representam grande importância no quesito de resultado para o lucro líquido, contudo nos demais modelos, constam e aparece como algo relevante.

Com a análise dos dados foi possível verificar que as variáveis que impactam no lucro líquido são quase as mesmas nos três modelos, contudo o grau de impacto em cada uma sofre alterações devido a sua atuação no mercado, fatores internos, externos, clientes, fornecedores e muitos outros.

Este estudo contribuiu para facilitar o desenvolvimento profissional e intelectual da acadêmica, pois auxiliou a absorver conceitos, técnicas e conhecimentos novos.

A limitação desse estudo foi a dificuldade de obtenção das DREs de todas as empresas classificadas pela Revista EXAME como as maiores empresas, que atuam no Brasil. Já que não são todas as organizações que disponibilizam estes dados publicamente.

As variáveis determinantes do lucro líquido são imprescindíveis de serem analisadas para obtenção de melhorias nos resultados organizacionais, desse modo este estudo pode ser utilizado para contribuição de novas pesquisas com integração de mais empresas e/ou com outros setores específicos.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

BRUNO, Miguel. Lucro, acumulação de capital e crescimento econômico sob finanças liberalizadas: o caso brasileiro. **X Encontro Nacional de Economia Política**. Campinas/SP, 24-27 de maio de 2005.

CATELLI, Armando. **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

COLAUTO, Romualdo D.; BEUREN, Ilse M. Um estudo sobre a influência de Accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 10, n. 2, p. 95-116, 2006.



CORRÊA, Henrique, L.; CAON, Mauro. **Gestão de serviços**: Lucratividade por meio de operações e satisfação dos clientes. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

FÁVERO, Luiz Paulo; *et al.* **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

GIANESI, Irineu, G. N.; CORRÊA, Henrique Luiz. **Administração estratégica de serviços**: operações para a satisfação do cliente. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, Lawrence, J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

IÇO, José Antonio; BRAGA, Rosalva Pinto. Ebitda: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. **Revista Contabilidade e Informação**. ano 3, n. 8, p. 39-47, jan./mar. 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio; MARION, José Carlos; PEREIRA, Elias. **Dicionário de termos de contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

HENDRIKSEN, Eldon, S. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

LEMES JÚNIOR, ANTÔNIO, Barbosa; RIGO, Cláudio, Miessa; CHEROBIM, Ana Paula M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

MARION, José, Carlos. **Contabilidade empresarial**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph, W; JAFFE, JEFFREY, F. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, Mateus Alexandre Costa de, LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. O efeito dos componentes do lucro contábil no preço das ações. **Revista UnB Contábil**. v. 11, n. 1-2, p. 87-103, 2008.

WASSERMAN, Cláudio. O lucro à luz do conceito de preservação da riqueza. **Revista Contabilidade & Finanças**. V. edição comemorativa, n.1, p. 30-38, 2003.

