

2

Referencial Teórico

2.1

Considerações Iniciais

Fatores recentes como a internacionalização da economia, o eminente processo de integração dos mercados e a perspectiva de obtenção de condições competitivas diferenciadas através de ganhos de escala contribuíram tanto para a reestruturação produtiva como para a maior concentração econômica via contínuas fusões e aquisições de empresas. Este cenário e o próprio fortalecimento do sistema capitalista internacional têm conferido mais destaque à análise do comportamento evolutivo de receitas e lucros das empresas nos últimos anos, e inserido ao centro das discussões, tanto acadêmicas como empresariais, o estudo acerca da variabilidade e da persistência das taxas de crescimento de indicadores contábeis das companhias, a fim de subsidiar decisões de investimento em ativos.

A tentativa recente de desenvolvimento de modelos de avaliação mais precisos e refinados de forma a sustentar mais confiavelmente decisões empresariais vem sendo alvo de uma série de trabalhos recentes, os quais estão basicamente alicerçados em métodos tradicionais como o fluxo de caixa operacional descontado ou derivados, e o método de opções reais. A acuidade destes modelos está evidentemente impactada por entraves tradicionais, tais como as críticas ao método de cálculo da taxa de desconto, especialmente do custo do capital próprio, e também pelas limitações relativas à possibilidade de correta interpretação das propriedades de rubricas contábeis essenciais, tais como receitas e lucros dos demonstrativos corporativos.

Antes, portanto, de nos aprofundarmos no referencial teórico pertinente ao tema proposto nesta dissertação, introduziremos as propriedades fundamentais de receitas e lucros, aqui especialmente relevantes, de acordo com trabalho de autoria de Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2003):

1. Qualidade: relacionada à distinção destas rubricas do conceito de caixa. A adoção do regime de competência para a contabilidade nacional e a inclusão de itens não monetários tais como depreciação, créditos tributários e eventuais provisões ou reversões para devedores duvidosos torna a observação destas rubricas falível se muito comprometidas pelos eventos acima mencionados. Adicionalmente, uma série de itens, tais como investimentos em ativo permanente não são lançados ao resultado. Quão menos estas rubricas estiverem influenciadas por ocorrências puramente contábeis, maior a qualidade do teor desta informação.
2. Persistência: relacionada à sustentabilidade das receitas e lucros em um horizonte de médio e longo prazo. A persistência como característica de uma empresa é absolutamente favorável, por fomentar, inclusive, maior facilidade na obtenção de recursos, tanto de acionistas como especialmente de terceiros através de endividamento bancário estrito ou instrumentos de dívida tais como debêntures com participação nos lucros, pois representa um investimento mais confiável e com maior percepção do retorno envolvido, além do fato de ser o investidor basicamente avesso ao risco. Presume-se, também, um menor custo de capital para empresas identificadas por sua maior persistência nos resultados pois contariam com um menor beta, medida de risco sistemático incluído no modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), e também com um menor custo de dívida, pois os resultados destas empresas seriam mais previsíveis para os credores, o que fomentaria a confiança na capacidade de pagamento do tomador.

Este assunto também teve sua esfera de interesse ampliada a partir de trabalhos relacionando taxas de crescimento estimadas com a distribuição *cross section* do custo de capital, tal como proposto em Claus e Thomas (2001) e Gebhardt, Lee e Swaminathan (2001).

De acordo com Chan, Karceski e Lakonishok (2003), o conceito de persistência reflete a capacidade da empresa em situar-se por anos consecutivos acima da mediana da taxa de crescimento das empresas componentes do mercado.

3. Previsibilidade: relacionada à possibilidade de previsão das receitas e lucros a partir de valores ocorridos, é um componente essencial da avaliação de empresas, tal como discutido em Lee, Myers e Swaminathan (1999). Modelos econométricos têm sido elaborados recentemente a fim de identificar os fatores com maior poder explanatório para as taxas de crescimento futuras, incluindo tanto variáveis intrínsecas às empresas como também setoriais e macroeconômicas.
4. Suavidade: a relação mais usual para mensuração da suavidade de receitas e lucros é a razão entre a variabilidade da receita (ou lucro) e a variabilidade do fluxo de caixa tal como em Leuz, Nanda e Wisocki (2003). Os estudos conceituados sobre os benefícios da suavidade das receitas e lucros incluem os trabalhos de Ronen e Sadan (1981) e Chaney e Lewis (1995). A argumentação favorável à suavidade reporta-se à adoção, por executivos, de informações sobre resultados futuros para suavizar flutuações transitórias e assim alcançar um valor mais representativo a ser reportado ao final do exercício.
5. Relevância de valor: relacionada à possibilidade de utilizar o valor da receita (ou lucro) e sua variação em relação aos períodos anteriores para explicar o retorno da ação desta empresa transacionada em Bolsa de Valores durante um determinado período de tempo. Presume-se uma relação direta entre estas variáveis, pois quanto maior o lucro maior a percepção de valor, pelos investidores, do ativo transacionado no mercado acionário. Os principais estudos envolvendo esta característica são os trabalhos de Collins, Maydew e Weiss (1997) e Francis e Schipper (1999). Cumpre ainda citar o estudo recente de Lopes (2003) para o mercado brasileiro, que comprovou a relevância de valor dos números das empresas brasileiras, isto é, a observação destes números permite o maior entendimento do comportamento dos preços das ações cotadas na Bolsa de Valores, e atestou maior relevância dos *book values* em relação propriamente aos lucros em si para explicar as cotações de mercado das ações.

Muitas das propriedades acima descritas possuem uma relação bastante intuitiva entre elas. O presente trabalho estará destinado à análise da persistência

de rubricas contábeis das empresas e é mister inicialmente estabelecer a diferença entre este atributo e o atributo previsibilidade. Para distinção entre estes conceitos recorre-se aos trabalhos de Lipe (1990) e aos fundamentos tanto dos trabalhos de Granger e Joyeux (1980) como de Hosking (1981): a previsibilidade é uma função da magnitude média absoluta da variação dos lucros anuais, intimamente relacionada a variabilidade destas taxas de crescimento, enquanto a persistência reflete a autocorrelação entre os lucros.

2.2

Literatura Financeira Internacional

O foco sobre as taxas de crescimento das empresas remonta inicialmente aos trabalhos de Little (1962) e de Little e Rayner (1966). Ambos destinavam-se a estudar o comportamento das taxas de crescimento, especialmente para firmas britânicas.

Outra publicação a ser mencionada, a respeito das taxas de crescimento, é relativa ao estudo de Brealey (1969) para empresas norte-americanas. Este trabalho foi responsável por evidenciar as variáveis explicativas para os lucros das empresas. As principais conclusões apontam para o fato de 21% das variações nos retornos das empresas deverem-se as alterações do nível da atividade econômica agregada e outros 21% advirem de alterações específicas dos setores econômicos nos quais as empresas estão inseridas. Os restantes 58% foram atribuídos às características específicas das empresas, caracterizando a maior relevância destas variáveis sobre a performance das companhias.

Trabalhos como os de Beaver (1970), baseado nos resultados de empresas americanas, e Albrecht, Lookabill e McKeown (1977) também devem ser considerados. Buscavam estudar a previsibilidade e a persistência dos resultados de empresas, no entanto, não apresentavam testes estatísticos formais como suporte às suas conclusões e certamente este fato esvaziava a credibilidade das sustentações propostas, muito embora suscitasse o recrudescimento da discussão acerca das propriedades dos resultados das companhias.

Na realidade, tem-se conhecimento de arcabouço estatístico mais detalhado para avaliação do comportamento dos lucros e das taxas de crescimento desde o trabalho de Lev (1969), caracterizado pela observação de série temporal de 20

anos para 245 empresas estadunidenses. Os testes eram baseados em modelos de séries temporais e continham certas limitações, como a adoção de modelos individualizados e a exclusão da amostra de empresas com histórico recente e de empresas falidas ou concordatárias durante os anos da observação. Watts e Leftwich (1977) valeram-se do método de Box e Jenkins para avaliar lucros anuais de diversas empresas e concluíram pela proximidade entre a série temporal analisada e uma *random walk*. Este conceito atribui ao valor de uma variável aleatória no instante t o valor aleatório desta variável no período anterior, acrescida do erro estatístico. Verificou-se estatisticamente um clássico modelo de *white noise* e, portanto, não modelável estatisticamente, pois não está caracterizada tendência, situação que certamente compromete e inviabiliza padrões de comportamento nos lucros e estudos no tocante à previsibilidade e persistência dos mesmos.

Outros trabalhos como Ball e Brown (1970) e Ball e Watts (1975) destacaram os lucros anuais de firmas sediadas nos Estados Unidos como um *random walk with drift*. Séries caracterizadas por *random walk* ou *random walk with drift* ainda possuem forte probabilidade de serem não estacionárias, o que limita ainda mais a capacidade de previsão das taxas de crescimento, e estão baseadas, em sua maioria, em valores não persistentes. Convém salientar que a estacionariedade está entre os temas mais discutidos em séries econômicas e se associam a estatística *strictu sensu* ao debate sobre a existência de raiz unitária nestas mesmas séries econômicas. A determinação da existência de tendência estocástica ou determinística tem sido inclusive alvo de inúmeros trabalhos. Uma série com tendência estocástica se diferencia de outra com tendência determinística, pois as variações nas mesmas deixam de ter um caráter transitório e passam a apresentar um caráter permanente, ou alternativamente, a presença de tendência estocástica implica em flutuações em uma série temporal como resultado de choques, não somente no componente transitório ou cíclico, mas também no componente de tendência, como atesta Gujarati (2000). A adoção de séries temporais não estacionárias pode conduzir inclusive à situação de regressão espúria, caracterizado por um R^2 elevado, mas sem relação estritamente verdadeira entre as variáveis. Estudos anteriores tal como Nelson e Plosser (1982) têm atestado o seguinte: testes de raiz unitária geralmente tendem a rejeitar a

hipótese nula, relativa à presença de estacionariedade, para uma diversidade de séries econômicas.

Resultados contrastantes foram os obtidos por Brooks e Buckmaster (1976). Os autores concluíram sobre a não ocorrência de *random walk* para os lucros das empresas e atestaram, inclusive, a existência de uma tendência à reversão à média nos lucros das empresas, caracterizando um processo estacionário.

Trabalhos posteriores basearam-se em regressões *cross section* para superar certas limitações aos modelos estatísticos. As principais variáveis explicativas adotadas foram os valores defasados da variação nos lucros. Os resultados identificaram evidências de persistência e previsibilidade tal como exposto em Freeman, Ohlson e Penman (1982), Elgers e Lo (1994) e Basu (1997).

Indícios de persistência favorecem a utilização de taxas de crescimento históricas para inferir o comportamento futuro e sinalizam maiores chances dos exercícios de previsão se confirmarem como corretos no futuro.

Trabalhos de autores como Harris e Marston (2001) e Khorana, Moyer e Patel (1999) se caracterizaram pela conclusão favorável à utilização das taxas de crescimento históricas para um horizonte infinito de avaliação, isto é, assumem, em certo sentido, a manutenção de um desempenho *ex ante* para a performance nos anos subsequentes. Corroborando também com esta vertente estão os estudos de Wu, Kao e Lee (1996), pois verificaram nos lucros e na geração de caixa de empresas norte-americanas comportamento não compatível com um processo puro de *random walk*. Há de se mencionar também o trabalho de Frankel, Jorgensen e Mikkelsen (2003) calcado em modelo estatístico auto regressivo AR(1) e com estreitamento posterior em função do tamanho, alavancagem e indústria das firmas inicialmente selecionadas: os lucros exibem uma forma específica de persistência denominada *long memory*, de modo que lucros correntes contribuem na previsão de lucros em um horizonte de tempo bastante longo. Situam-se também neste vertente acadêmica o trabalho de Kendall e Zarowin (1990) e Ramakrishan e Thomas (1992): neles, os lucros são também bem modelados por um processo autoregressivo de ordem 1.

Os resultados dos trabalhos mencionados no parágrafo anterior subsidiam decisões de investimento alicerçadas em uma premissa de perpetuação do histórico. Sob este cenário as empresas tenderiam a manter a performance histórica em anos seguintes. Já os trabalhos de autores como Lee, Myers e

Swaminathan (1999), calcado nos resultados de companhias cujas ações são transacionadas no índice americano acionário Dow Jones, utilizam as taxas de crescimento históricas como uma variável *proxy* para as taxas de crescimento estimadas tão somente para os primeiros três anos do horizonte de projeção.

É evidente o consenso sobre o risco de inferir previsões a partir de comportamentos históricos ao se considerar, por exemplo, uma linha de raciocínio microeconômica: sob livre concorrência, não haveria tamanha persistência no crescimento, pois pressões competitivas em um ambiente de livre mobilidade dos agentes nivelariam todas as empresas a um único nível de lucratividade ou mesmo a um nível de preços equivalentes aos custos marginais vigentes. Este conceito está fundamentado na convergência no longo prazo das taxas de crescimento de todo ativo/empresa para a taxa de crescimento da economia. Na realidade, este conceito da teoria econômica precede o estudo da persistência dos lucros e retornos das empresas e remonta aos estudos iniciais de Schumpeter (1934). Lucros excessivos de determinadas empresas em uma certa indústria tendem a uma situação de equilíbrio em períodos de tempo distintos e, de acordo com Porter (1986), seriam basicamente afetados por fatores como barreiras à entrada, estrutura da indústria, estratégias dos incumbentes, mecanismos específicos de isolamento geral, recursos inimitáveis e outros. Estimativas sobre o tamanho deste período para convergência oscilam consideravelmente, tendo o estudo de Geroski, Gilbert e Jacquemin (1990) estimado este intervalo como sendo de 8 a 70 anos.

Adicionalmente, há também inclusive extensa literatura no mercado norte americano e britânico com críticas à utilização de modelos estatísticos de séries temporais fundamentados em dados históricos. Neste sentido, o estudo de Bao, Bao e Firth (1996) para empresas tailandesas não concluiu favoravelmente quanto à correlação entre taxas sucessivas de crescimento de lucros: consideraram o modelo puro de *random walk* o mais apropriado para enquadramento das empresas. Além destas conclusões, de acordo com trabalho acadêmico de autoria de Lintner e Grauber (1967), tão somente 2% da variação da taxa de crescimento dos lucros no período posterior é explicada pelo crescimento no período anterior,.

Situam-se também nesta linha o trabalho de Ball e Brown (1987) e de Capstaff, Paudyal e Rees (1998). Este último destinou-se à avaliação de 290 previsões distintas de analistas para resultados de firmas britânicas e nos mostra a maior dificuldade em prever resultados de firmas com resultados históricos bem

distantes do mercado, pois a não-persistência neste caso seria ainda mais acentuada, e critica a validade do indicador de Preço / Lucro por Ação. O comportamento das taxas de crescimento das empresas também foi alvo das conclusões de Fama e French (2000): as variações nos lucros possuem considerável tendência de reversão à média, variações substanciais revertem-se em uma velocidade maior em comparação com menores variações e variações negativas nos lucros revertem-se em velocidade maior em comparação com variações positivas. A taxa de reversão em relação ao valor médio calculado com base em todas as firmas seria de 38%.

Em trabalhos tendo como amostra o mercado norte-americano, historicamente caracterizado por uma menor incidência de assimetria de informação, De Bondt (1992) encontrou uma relação inversa absolutamente significativa sob o ponto de vista estatístico, entre a taxa de crescimento estimada e os retornos efetivos nos 12 a 18 meses posteriores. Adicionalmente, La Porta (1996) constatou um retorno anual de ações negativamente relacionado às previsões anteriores de taxas de crescimento de longo prazo.

Também nesta linha contrária à persistência das taxas de crescimento situa-se o trabalho de Chan, Karceski e Lakonishok (2003) voltado ao estudo de companhias americanas, contando com amostra média de 2900 empresas por ano. Os autores atestaram a crescente não-persistência das taxas de crescimento no longo prazo e as maiores restrições em análises para indicadores contábeis próximos do lucro das empresas. Em ambientes econômicos relativamente instáveis, tal afirmação é bastante intuitiva, pois mudanças no panorama econômico incidem sobre além da atividade operacional estrita das empresas. Há também efeitos notórios sobre os resultados financeiros e sobre as saídas de caixa advindas do pagamento de tributos sobre o lucro tributável.

Uma série de trabalhos publicados valoriza unicamente estudos fundamentalistas isolados para cada empresa, e colocam em dúvida a capacidade preditiva de modelos econométricos em virtude da não-persistência e da variabilidade das taxas de crescimento de cada uma das firmas. Atestam, no entanto, menor eficiência dessas previsões fundamentalistas individualizadas em horizontes mais longos elaborados por analistas. Trabalhos como os de Abarbanell e Bernard (1992) apresentam evidências em torno da sobreestimação dos lucros das empresas baseadas na técnica fundamentalista. Há de se considerar também o

fato das metas de taxas de crescimento das empresas serem cada vez mais altas – no mercado norte americano, empresas se comprometem atualmente com taxas de crescimento anuais de 10% a 15%, e isto implica, para empresas no patamar de faturamento dos dez bilhões de dólares, um faturamento de trilhões de dólares em cerca de 30 anos. No entanto, estas previsões e seus respectivos níveis de sustentabilidade são cada vez mais contestadas por excederem em um horizonte de longo prazo a taxa de crescimento vegetativa da economia mundial e, em sentido mais estrito, aquela própria da economia de atuação.

Outro estudo interessante é o trabalho comparativo de Elton e Gruber (1995), destinado à comparação entre um modelo de previsão de lucros com diversas variáveis intrínsecas às próprias empresas e outro tão somente com valores defasados dos lucros, tendo como amostra as mesmas 180 empresas americanas para ambos os casos. Conclui-se pela superioridade do modelo tão somente com valores defasados, descartando características típicas da análise fundamentalista tais como liquidez e endividamento e, incluídas entre as variáveis explicativas. Quanto à possibilidade de inclusão de variáveis de caráter macroeconômico no modelo de previsão das taxas de crescimento, os autores salientam a necessidade de razoável estabilidade neste relacionamento para fins de utilização das mesmas para previsões, ratificando a cautela para modelos não constituídos unicamente de valores defasados da própria variável dependente.

Mesmo as conclusões de Chan, Karceski e Lakonishok (2003) mostram valores superiores para as previsões baseadas no IBES¹ em comparação com os valores efetivamente realizados para uma série de empresas norte-americanas. Esta vertente nos remete ao processo ocorrido no mercado de ações norte-americano durante a década de 90. As ações dos setores de alta tecnologia, mídia e telecomunicações foram erradamente avaliadas e constituíram uma bolha especulativa. As recomendações eram sempre favoráveis, baseadas em perspectivas de lucros e geração de caixa posteriormente não confirmadas, e a não realização das estimativas e a derrocada dos números de uma série de firmas pôs em cheque o trabalho de previsão dos resultados de empresas. Os críticos afirmavam a existência de certa condescendência para com as companhias a serem

¹ *Institutional Brokers Estimate System*: constitui-se em importante ferramenta na comunidade financeira internacional para obtenção de dados de mercado, incluindo taxas de crescimento estimadas. Para consultar o site: www.ibes.com.

analisadas. Existiria também uma manipulação pelas empresas na divulgação de certos eventos, visando alinhar as previsões de mercado com as estimativas internas para não provocar perdas para os acionistas, ou mesmo uma tentativa de deslocar as previsões de mercado para valores baixos para posterior superação pelos resultados efetivos, aumentando a riqueza dos acionistas. Outros, tais como Brown (1993), também acreditam serem as previsões norteadas por otimismo exacerbado. Somente uma minoria das previsões esteve situada em um *range* considerável como aceitável pela comunidade dos investidores, em comparação aos valores efetivamente realizados, de acordo com os resultados obtidos por Dreman e Berry (1995) para as estimativas de analistas para empresas norte americanas no período de 1974 a 1971. Previsões errôneas não estão associadas à irracionalidade, e sim à presença de viés, por vezes fundamentado em dados históricos e em uma mensuração imprecisa dos efeitos de anúncios de novos investimentos e de descobertas sobre o fluxo futuro de receitas e despesas.

A exposição anterior é suficiente para demonstrar a visibilidade deste assunto no cotidiano empresarial e também no círculo acadêmico, incluindo abordagens cujo intuito é o de melhorar a acuidade dos resultados. Desta forma, a estimação das taxas de crescimento, essencial aos modelos de avaliação, assume relevância destacada e prossegue sendo alvo de recentes publicações, como o texto de Sharpe (2002). Este trabalho, realizado via utilização de modelo derivado do modelo de dividendos de Campbell e Shiller (1988), calca a análise basicamente no indicador Preço/Lucro por Ação e busca estabelecer um período de tempo apropriado para a utilização de taxas de crescimento com fundamentação histórica. Na realidade, este indicador é alvo de trabalhos acadêmicos principalmente desde o estudo de Arnold e Moizer (1984), sucedido por Vergossen (1993) e Pike, Meerjanssen e Chadwick (1993). Estas publicações concluem pela importância do indicador Preço / Lucro por Ação na previsão de lucros futuros de empresas em distintos mercados, tais como Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e Holanda. Outros motivos a referendar a validade do indicador Preço/Lucro por Ação estão expostos nas conclusões dos trabalhos de Ou e Penman (1989), Elgers e Murray (1992) e Lin, Pope, Ryan e Zarowin (1995).

A utilidade deste indicador está em sintetizar em um único valor o histórico de preços e de variação nos lucros e contribuir para maior simplicidade conclusiva sobre as tendências da performance de empresas.

Empresas com histórico considerável de rentabilidade são precificadas positivamente pelo mercado e são negociadas a elevados múltiplos de Preço / Lucro por Ação e Preço / Valor Patrimonial por Ação. Ativos com histórico de baixa rentabilidade são preteridos pelos investidores e tidos como péssimas opções de investimento. Esta posição dos investidores está alicerçada na intuição básica de aversão ao risco².

2.3

Literatura Financeira Nacional

Os trabalhos relacionados na seção anterior demonstram a existência de diversas vertentes quanto ao comportamento dos lucros das empresas, e a incerteza quanto à viabilidade da utilização de taxas de crescimento históricas para previsão de resultados futuros. A não-persistência das taxas de crescimento insere-se entre os limitadores para a perpetuação de valores históricos para os anos posteriores.

No Brasil, nota-se o reduzidíssimo número de trabalhos voltados a analisar o perfil e comportamento das taxas de crescimento apresentadas pelas companhias atuantes no mercado brasileiro.

Em âmbito nacional, o relevante trabalho de Silva (2000) deve ser destacado. Utilizando como arcabouço a adoção de auto-projeção das séries históricas trimestrais de empresas de capital aberto no Brasil do período do primeiro trimestre de 1990 ao segundo trimestre de 1999, este verificou somente ser possível prever a receita líquida, não verificando-se a aplicabilidade do mesmo instrumento para as séries históricas de lucro operacional e lucro líquido. O autor também concluiu não existir modelo ARIMA específico aplicável ao conjunto das empresas estudadas, devendo a análise ser realizada sempre individualizada em função de cada companhia. No tocante às variáveis selecionadas, houve concentração nos modelos ARIMA (0,1,1) x (0,0,0) e ARIMA (0,1,0) x (0,0,0)

² muito embora publicações anteriores revelem a um nível estrito de um único ativo uma relação fraca entre retorno esperado e risco (Fama e French, 1992).

para a receita operacional líquida. Por sua vez, observou-se uma concentração nos modelos ARIMA (0,1,1)x(0,0,0) e ARIMA (0,0,0)x(0,0,0) para as demais variáveis, sugerindo neste último caso a incapacidade da modelagem estatística de acordo com o modelo previamente proposto.

Outro trabalho ligeiramente correlato ao tema proposto é o de autoria de Souza (2003), baseado em amostra constituída de 296 empresas pertencentes a 19 setores da indústria nacional com resultados para o período entre 1996 e 2002. Este verificou alto nível de correlação entre o nível da atividade econômica nacional e a performance dos setores, representada pelos seus níveis de lucro. Também atestou tanto a correlação significativa entre o nível da atividade econômica mundial com o desempenho dos setores da indústria brasileira, como a significância estatística de variáveis domésticas como variação cambial, variação da taxa de juros e a variação da taxa de inflação para determinados setores da economia nacional.

Ainda entre as publicações na literatura nacional sobre este tema encontra-se o estudo realizado por Wilbert (2001), destinado a investigar o impacto do nível da atividade econômica do país sobre os lucros das empresas de capital aberto.

Na realidade, o limitado número de trabalhos voltados para o mercado brasileiro pode ser explicado pelas limitações do mesmo, isto é, pela ausência de séries históricas contínuas e de prazo bastante dilatado, minimamente de 10 (dez) anos, e também pela falta de confiabilidade absoluta dos números auferidos das demonstrações financeiras, a partir da eclosão de escândalos contábeis em economias como Itália e Estados Unidos, fator gerador, inclusive, da intensificação do debate no Brasil sobre a importância de rodízio e fiscalização dos auditores independentes das companhias.

Convém ainda ressaltar que as dificuldades se multiplicam para o mercado brasileiro em virtude da escassez de estudos previamente publicados e pelas adversidades típicas de mercados emergentes. Somente a título ilustrativo, o Brasil, em abril de 2004, possuía o quarto maior prêmio de risco mundial, em 671 pontos-básicos acima dos títulos do Tesouro Americano de acordo com a instituição financeira internacional JP Morgan. Esta vulnerabilidade externa favorecia a constante oscilação de variáveis macroeconômicas, com impactos evidentes sobre o resultado das empresas, tornando a construção de um modelo de previsão tarefa ainda mais árdua.

Finalmente, de acordo com Ariff, Lim e Skully (2001), há uma notória influência do ambiente econômico e da estrutura de mercado, especialmente em mercados emergentes, sobre o comportamento dos lucros e demais rubricas das empresas, o que recrudesce a dimensão dos problemas acima mencionados e torna de extrema validade um trabalho, revestido de pioneirismo, dedicado a averiguar o comportamento das taxas de crescimento das empresas brasileiras.