

**FUCAPE - FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

FERNANDO NASCIMENTO ZATTA

**O ENTENDIMENTO DO PAPEL DA CONTABILIDADE COMO
FORNECEDORA DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO
DE CAPITAIS – Uma contribuição para a formação de
preços nesse mercado**

VITÓRIA

2004

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

FERNANDO NASCIMENTO ZATTA

**O ENTENDIMENTO DO PAPEL DA CONTABILIDADE COMO
FORNECEDORA DE INFORMAÇÕES PARA O MERCADO
DE CAPITAIS – Uma contribuição para a formação de
preços nesse mercado**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e em Finanças.

Orientador: PROF. DR. ARIDELMO JOSÉ
CAMPANHARO TEIXEIRA

Co-orientador: PROF. DR. LEONARDO GOMES
LIMA

VITÓRIA

2004

Este trabalho é dedicado de coração aos que tornam minha vida prazerosa,
agradável, feliz e incansável:

Carminha, minha esposa.

Felipe, meu filho introvertido, mas de uma atenção...

Fernanda, sempre dinâmica e... que vocês sempre busquem ultrapassar os limites,
pois na vida nada é impossível.

Dedico a memória de meu pai, seu Zatta que sempre está presente em minha
memória. Foi exemplo de honestidade e coragem.

Dedico também a minha mãe, Clélia, que nunca deixa de se preocupar com seus
filhos.

AGRADECIMENTOS

Desejo expressar os mais sinceros agradecimentos aos professores, colegas e funcionários, em especial às bibliotecárias e ao pessoal de secretaria do curso de Mestrado pela importante convivência e contribuição que deram à minha formação acadêmica, sobretudo aos meus orientadores, Prof. Drs. Aridelmo Teixeira e Leonardo Lima, bem como ao Prof. Dr. Valcemiro Nossa pela sua paciência e sabedoria bem como a todos que de alguma forma direta ou indireta contribuíram para que o curso de Mestrado pudesse ser realizado em Vitória.

Não posso deixar de agradecer ao Prof. Dr. Ricardino, que além de sua sabedoria acadêmica, a profissional e humana que em muito contribuiu para a formação de todos, além de tudo como pessoa.

A todos os colegas do curso de Mestrado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões e pesquisas e artigos em diversas noites, finais de semana e feriados, em especial ao Hércules, Moisés, Márcio, Mariete, Luciene, Jarbas, Wellington, Flávia e ao pessoal da HM & Z CONSULTING, enfim a lista é grande. Uma jornada de trabalhos que hoje pode ser dedicada a minha família pela compreensão e incondicional apoio que muitas vezes testam nossos limites e nossas forças pela falta de convivência.

Devo especial carinho e reconhecimento àqueles que, além do carinho e da amizade construída durante o curso passaram a fazer parte do nosso convívio.

Gostaria de agradecer a tantos outros, mas uma lista seria pouco para relacionar todos. Para não cometer injustiça de deixar de fora tantas pessoas, prefiro me omitir a deixar alguém de fora.

***“Não falta** oportunidade para você ganhar a vida com o que adora fazer. Só o que falta é você decidir-se a fazer isso acontecer”.*

(Wayne Dryer)

RESUMO

Esta dissertação analisa o papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais. A contabilidade foi marcada por um novo conceito no que diz respeito à pesquisa empírica, notadamente com o advento do CAPM e da Hipótese dos Mercados Eficientes (EMH). Este marco insere-se no conceito de demonstrar que a contabilidade possui importante papel preditivo bem como demonstrar a utilidade da informação contábil para a tomada de decisão dos usuários do mercado de capitais. O estudo pretende contribuir para o entendimento do papel da contabilidade para a formação de preços no mercado brasileiro de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). O trabalho adota a metodologia empírico-positiva. A amostra foi selecionada de ações negociadas na BOVESPA no período de 1997 a 2003. Os resultados apresentados indicam que a informação contábil provoca impacto no mercado de capitais e é relevante para a formação de preços nesse mercado. Historicamente a academia e praticantes do mercado têm dado ênfase à formação de preços a partir da informação disponível no mercado. Os resultados das hipóteses, já haviam sido constatados por alguns pesquisadores para o mercado brasileiro que se dedicam ao estudo da influência da contabilidade e o mercado de capitais. É possível registrar o maior percentual de aderência às negociações ocorridas entre os períodos imediatamente anteriores e imediatamente posteriores à data do evento (data da divulgação ou anúncio) das informações contábeis ao mercado. Os cálculos foram feitos com o uso da média aritmética dos valores de fechamento das negociações calculadas em módulo a valores históricos. Antes do desenvolvimento do teste de inferência estatística com o emprego da metodologia do teste de hipótese, optou-se por desenvolver uma análise estatística descritiva dos dados. Conclui-se que no período analisado (1997 a 2003), as ações das empresas analisadas apresentaram variação nos seus preços influenciada pela chegada de informações contábeis no mercado de capitais, confirmando alguns trabalhos brasileiros anteriores com focos nessa linha. A contribuição deste trabalho é a evidenciação de que dados históricos fornecem o desempenho das companhias e são bases de apoio às sustentações de estudos na formação de expectativas. Em que pese a contabilidade não captar todas as informações, seja de natureza quantitativa ou qualitativa, o seu uso se faz relevante para analistas e investidores no mercado de capitais.

ABSTRACT

This paper analyses the role of accounts as supplier of information for the capital market. Accounts have been labeled under a new concept concerning its empiric research, especially with the advent of Capital Asset Price Model (CAPM) and the Efficient Market Hypothesis (EMH). This landmark is part of the concept to show that accounts has an important predictive role as well as to show the usefulness of the accounting information for decision making of the users of the capital market. The study aims to contribute to the understanding of the role of accounts in the formation of price in the Brazilian stock exchange market negotiated at São Paulo Stock Exchange market (BOVESPA). This works adopts the methodology empiric-positive. The sample was selected from shares negotiated at BOVESPA in the period 1997 to 2003. The results presented indicate that the accounting information causes an impact in the market of capitals and is relevant to the formation of prices in this market. Historically the academy and market users have given emphasis to the formation of prices based on information available in the market. The results of the hypothesis had already been acknowledged by some researchers for the Brazilian market who dedicate themselves to the studies of the influence of accounts and the capital market. It is possible to register a higher percentage of adhesion to negotiations happening between the periods immediately before and immediately after the release date of accounting information to the market. The calculations were based on the arithmetic average of the closing values of the negotiations calculated in modules in historical values. Before the development of the test of statistical inference with the application of the methodology of the hypothesis test, the option was to develop a statistical descriptive analysis of data. One can conclude that the period analysed (1997 to 2003), the shares of the companies analysed presented a variation in their share prices influenced by the arrival of accounting information to the capital market, confirming some other Brazilian works with similar focus. The contribution to this work is the evidence that historical data supply the performance of the companies and are the supporting basis sustaining studies in building expectations. Even in the event of not comprising all information, be it quantitative or qualitative, its use remains relevant to analysts and investors in the capital market.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Finanças Empíricas).....	59
Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre HME no Mercado de Capitais Brasileiro	61
Quadro 3 – Trabalho no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Contabilidade).....	63
Quadro 4 – Eficiência Informacional dos Mercados	69
Quadro 5 – Fatos mais Relevantes na Opinião dos Analistas para a Avaliação de uma Companhia.....	86
Quadro 6 – Seqüência de Seleção dos Dados da Amostra	106

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação Média Absoluta (Grupo 1)	110
Tabela 2 – Variação Média Absoluta (Grupo 2)	111
Tabela 3 – Variação Média Absoluta (Grupo 3)	112
Tabela 4 – Apresentação das Variáveis com as Medidas Estatísticas.....	116
Tabela 4.1 – Estatísticas Descritivas (Grupo 1)	116
Tabela 4.2 – Estatísticas Descritivas (Grupo 2)	116
Tabela 4.3 – Estatísticas Descritivas (Grupo 3)	116
Tabela 5 – Teste de Normalidade: Teste de Ryan-Joiner	137
Tabela 6 – Comparação de Média: Teste de Levene.....	138
Tabela 7 – Teste de Hipóteses.....	140

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Comparativo dos Dados mais Relevantes para a Avaliação das Companhias	87
--	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Desenvolvimento do Teste Empírico.....	52
Figura 2 – A sinalização e o Monitoramento entre Empresas Publicamente Negociadas e o Mercado de Ações.....	73
Figura 3 – Janela do Evento.....	103
Figura 4 – Histograma – Amostra 1.....	117
Figura 5 – Histograma – Amostra 2.....	117
Figura 6 – Histograma – Amostra 3.....	117
Figura 7 – Box-plot das Amostras – 1, 2 e 3 – Grupo 1	118
Figura 8 – Histograma – Amostra 1.....	118
Figura 9 – Histograma – Amostra 2.....	118
Figura 10 – Histograma – Amostra 3.....	118
Figura 11 – Box-plot das Amostras – 1, 2 e 3 – Grupo 2	119
Figura 12 – Histograma – Amostra 1.....	119
Figura 13 – Histograma – Amostra 2.....	119
Figura 14 – Histograma – Amostra 3.....	120
Figura 15 - Box-plot das Amostras – 1, 2 e 3 – Grupo 3	120
Figura 16 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas de Melhor Governança: Amostra 1.....	123
Figura 17 - Gráfico de probabilidade normal – Empresas de Melhor Governança: Amostra 2.....	123
Figura 18 - Gráfico de probabilidade normal – Empresas de Melhor Governança: Amostra 3.....	124
Figura 19 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 1	124
Figura 20 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 2	125
Figura 21 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 3	125
Figura 22 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Lucrativas: Amostra 1	126
Figura 23 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Lucrativas: Amostra 2.....	127

Figura 24 - Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais

Lucrativas: Amostra 3..... 126

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	15
1.1.	CONTEXTUALIZAÇÃO	15
1.2.	SITUAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL	22
1.3.	APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	26
1.4.	HIPÓTESES DO TRABALHO	32
1.5.	OBJETIVOS, DELIMITAÇÕES E LIMITAÇÕES	34
1.5.1.	<i>Objetivos</i>	34
1.5.2.	<i>Delimitações</i>	37
1.5.3.	<i>Limitações</i>	39
1.6.	CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS	41
1.7.	ESTRUTURA DO TRABALHO	41
2.	METODOLOGIA DA PESQUISA	44
2.1.	TIPO DE PESQUISA	44
2.2.	MÉTODO DE PESQUISA ADOTADO	46
2.3.	CLASSIFICAÇÃO DO TIPO DE PESQUISA QUANTO ÀS VARIÁVEIS	49
2.4.	JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO TÓPICO	50
3.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	52
3.1.	DISSEMINAÇÃO DA PESQUISA POSITIVA EM CONTABILIDADE	52
3.2.	TRABALHOS EMPÍRICOS RELACIONADOS À INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O MERCADO DE CAPITAIS	54
3.3.	MERCADOS EMERGENTES E A INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA	58
3.4.	AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES E A QUESTÃO DO RISCO	59
3.5.	HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DOS MERCADOS	60
3.6.	CONTABILIDADE COMO INFORMAÇÃO <i>VERSUS</i> MENSURAÇÃO	64
3.7.	A CONTABILIDADE E A INFORMAÇÃO PARA O MERCADO DE CAPITAIS	64
3.8.	COMUNICAÇÕES FINANCEIRAS	70
3.9.	O VALOR DAS EMPRESAS	74
3.10.	ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	75
3.11.	CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RESULTADO	76
3.12.	A IMPORTÂNCIA DO PATRIMÔNIO, SEU USO E A RELEVÂNCIA DOS NÚMEROS CONTÁBEIS	81
3.13.	MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	81
3.14.	NOVO MERCADO (NM)	82
4.	PLANEJAMENTO DA PESQUISA	83
4.1.	PROCEDIMENTOS TÉCNICOS	84
4.2.	DEFINIÇÃO DO MODELO E DO EVENTO	84
4.3.	UNIVERSO E AMOSTRA	90
4.4.	SELEÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS	93
5.	ANÁLISE DOS DADOS	100

5.1.	RESULTADOS EMPÍRICOS	107
5.2.	HIPÓTESES ESTATÍSTICAS	117
5.3.	TESTES DE HIPÓTESES.....	120
5.4.	RESULTADO DO TESTE DE HIPÓTESES	123
6.	VISÃO GERAL, CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS E LIMITAÇÕES DO TRABALHO.....	132
6.1.	VISÃO GERAL.....	132
6.2.	CONCLUSÕES	134
6.3.	SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS	136
6.4.	LIMITAÇÕES DO TRABALHO	137
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	139
8	BIBLIOGRAFIA	149
	ANEXO A – VARIAÇÃO MÉDIA ABSOLUTA: EMPRESAS DO GRUPO 1	154
	ANEXO B – VARIAÇÃO MÉDIA ABSOLUTA: EMPRESAS DO GRUPO 2	189
	ANEXO C – VARIAÇÃO MÉDIA ABSOLUTA: EMPRESAS DO GRUPO 3	208
	ANEXO D – VARIAÇÃO MÉDIA ABSOLUTA: EMPRESAS DO GRUPO 4	212

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

As economias mais estáveis no mundo são operadas num ambiente em que o mercado de capitais é ativo. A poupança é incentivada por meio da participação acionária. No mercado brasileiro, o ambiente acionário é de baixa relevância. Diversos podem ser os fatores que contribuíram para que esse mercado não fosse expandido, tais como altas taxas de juros e altas taxas inflacionárias, inibindo o crescimento econômico. Entretanto, nos últimos anos, ajustes têm sido feitos na tentativa de o país sair de uma base calcada no sistema de crédito para o sistema baseado na participação acionária.

Alterações na legislação societária, transparência informacional (*disclosure*) da contabilidade entre outros têm sido institucionalizados.

Neste ambiente, a contabilidade tem o papel de gerar um dos produtos mais importantes - o redito, resultado produzido pelos componentes patrimoniais que provoca alterações no estado do capital inicial. Esta variação do capital sob o aspecto dinâmico (lucro/prejuízo) é dada pela diferença entre receita, custos e despesas. (MASI, 1957).

Para os diversos usuários da informação contábil é com base nesse número que se avalia o desempenho das firmas.

Um dos principais usuários da informação contábil é o mercado financeiro que as utiliza como um dos instrumentos para avaliar a performance das empresas,

sendo este um dos principais fatores que contribui para o estudo do impacto desta influência no processo de tomada de decisão.

Nesse mercado a decisão por meio do uso da informação contábil por analistas e investidores tem como causa a importância da contabilidade como fonte de transmissão de informação econômico-financeira das entidades. São informações que dão base a projeções em sintonia com dados externos não captados pela contabilidade, porém reconhecidas de importância para previsões e estimativas futuras.

Historicamente a academia e praticantes do mercado têm dado ênfase à formação de preços a partir da informação disponível no mercado. Porém nos dizeres de Tertuliano *et al* (1993) o mercado por meio de seus atores não observa com a importância que deveria os aspectos relativos ao papel da informação divulgada.

Não obstante, diversos trabalhos acadêmicos têm procurado analisar o papel da informação no mercado e conseqüentemente a reação do mercado diante em relação a datas de divulgação das informações contábeis.

Cready e Mynatt (1991) *apud* Schivinski (2002) ao examinarem os efeitos sobre o preço e volume transacionados, identificaram que pequenas transações apresentavam acréscimo de volume no período de quatro a cinco dias após a data do relatório anual das empresas analisadas, identificando assim que o “resultado das análises demonstra que a divulgação das informações exerce influência nas oscilações dos mercados de capitais”. (SCHIVINSKI, 2002, p. 17).

Um trabalho empírico explorando a correlação de informações contábeis e preços futuros de ativos financeiros (ações) com dados coletados na bolsa de valores de Paris, no período de 1989 a 1997, indicou que em 63% dos dados observados os preços dos papéis captaram as informações no resultado das empresas. (ALMEIDA, DARIO e DUMONTIER, 1999, p. 1).

Chan, Hamao e Lakonishok (1991) descobriram que o perfil dos retornos médios de ações japonesas é oriundo da razão entre os valores contábil e de mercado.

A análise dos demonstrativos financeiros ou análise fundamental segundo Ou e Penmam (1989), “é capaz de identificar resultados financeiros de uma empresa durante um período e que são relevantes nas decisões de investir”. Ball e Brown (1968) indicam, entre outros, que os retornos contábeis são oriundos da situação financeira das empresas, com base nas informações contábeis geradas a partir de seus demonstrativos financeiros. (ALMEIDA, DARIO e DUMONTIER, 1999, p. 2).

Zanella e Ferreira (2003, p. 3) tratando da reação do mercado acionário à divulgação dos resultados, buscaram evidências para verificar se o mercado é surpreendido ou antecipa informação e afirmam que: “não é tema pacífico entre pesquisadores a determinação do grau de sensibilidade do mercado à divulgação dos resultados das empresas”.¹

Autores como Rappaport e Mauboussin (2002, p. 17) abordam o assunto sob outro enfoque. Eles tratam do preço das ações, como sendo um processo formado e

¹ Grifo adicionado por este autor. O presente trabalho não visa expandir comentários sobre aspectos específicos das demonstrações contábeis. Os aspectos informacionais são tratados para o conjunto dos relatórios divulgados. Também não visa expandir comentários sobre a qualidade das informações. Pois conforme afirma Goeltz *apud* Zanella e Ferreira (2003, p. 3) “... o mercado de

baseado em expectativas². Trata-se de um processo de afastamento da forma tradicional de como os gestores atualmente selecionam ações. É um processo de avaliação que trata da capacidade de interpretar as expectativas de mercado e antecipá-las na busca dos retornos superiores no longo prazo.

A avaliação, nos dizeres de Damodaram (1997, p. 2) não é uma ciência e os modelos aplicados na avaliação mesmo usando dados qualitativos são subjetivos devido ao tratamento dos dados de entrada. Portanto, pela forma de “exposição” das informações, análises e opiniões externas “é pouco provável que embarquemos na maioria das análises sem alguma “percepção”³. Esta combinação entre expectativa e percepção antecede a avaliação em si. Ao usar uma avaliação preparada por terceiros (analista de investimento) a percepção deve ser levada em consideração antes da tomada da decisão com base nessa avaliação.

Nesses dizeres, investidores que interpretam as expectativas do mercado e antecipam revisões aumentam suas chances de ganhos superiores.

Rappaport e Mauboussin (2002) afirmam ainda que a publicação de resultados trimestrais quando oferece novas informações aos investidores, o preço das ações muda no longo prazo. Porém o mercado não reage mecanicamente a essa divulgação, ele antes, utiliza resultados inesperados como sinal de previsão de expectativas, isto é, “se o mercado interpreta um anúncio desapontador de

capitais internacional tem crescido a taxas excepcionalmente altas independentemente do princípio contábil adotado”.

² O investimento baseado em expectativas é um processo de seleção de ações que utiliza o próprio modelo de formação de preços do mercado. Para maiores esclarecimentos, veja Rappaport, Alfred e Mauboussin, Michael J. Análise de investimentos.

³ Conforme conceituado no novo dicionário Aurélio da Língua Portuguesa. 2. ed. são as seguintes as definições das palavras. Expectativa e Percepção. A primeira como sendo “... a esperança fundada em supostos direitos, probabilidades ou promessas”, e da segunda, como o “ato, efeito ou faculdade de perceber”.

rendimentos como sinal de uma reversão de longo prazo, então o preço da ação cai”. (RAPPAPORT e MAUBOUSSIN 2002, p. 31).

Pode-se então, dizer que analistas e investidores do mercado de capitais formam um grupo importante de usuários da informação contábil para tratamento e avaliação de dados para a formação de preços das ações. As compras de ações podem estar dependendo da ótica do investidor, voltadas para a expectativa de crescimento ou para a expectativa de valorização. No primeiro caso, o investidor aposta que o mercado não está captando totalmente as perspectivas de crescimento. Já no segundo caso, o investidor aposta que o mercado subestima o valor da empresa. (RAPPAPORT e MAUBOUSSIN, 2002, p. 21).

Salientando ainda que para construir expectativas os analistas e investidores avaliam a influência da informação como forma de subsídio para formar um indicativo, mostrando assim que o impacto no preço das ações decorre da influência da informação no mercado numa data, definida como a data do evento.

Um artigo fora da linha deste trabalho, mas que merece destaque é o de Franco (2001). Nesse trabalho o autor estuda evidências da psicologia experimental no mercado brasileiro. É constatado que os analistas de empresas, em previsões de lucros de companhias listadas em bolsa, tendem a provocar exageros sistemáticos e significativos, ano após ano nas suas expectativas de mercado quanto aos lucros das empresas.

Com base na psicologia experimental, Franco (2001) mostra evidências de reação exagerada a fatos recentes, fatos estes, causados por notícias recentes usadas para provisões de lucros que tendem a influenciar os analistas errando para cima nas empresas que se esperam ir bem, ou para baixo, nas empresas que se

prevêem pessimismo, respectivamente. Seus achados foram obtidos por meio de métodos econométricos no mercado de capitais brasileiro da BOVESPA.

O mercado de capitais brasileiro apresenta peculiaridades que contrastam com a ausência de informações validadas por meio de pesquisas de cunho marcadamente indutivo.

Segundo Lopes (2002, p. 90):

No Brasil, a pesquisa em contabilidade ainda é baseada notadamente em orientações normativas, e o “choque” que provocou o nascimento da abordagem positiva internacionalmente parece ainda não ter influenciado a comunidade contábil no Brasil.

A teoria econômica moderna conforme Peter Berstein em seu livro *Capital Ideas*, incorpora uma série de conceitos da área de finanças. A contabilidade como linguagem dos negócios e fornecedora de informações depende de verificações e investigações empíricas. As variáveis de um resultado precisam ser conhecidas, como funcionam e quais as influências para a realidade brasileira e soluções brasileiras. Para traduzir em resultados aplicáveis a cada realidade, as variáveis relevantes na variável residual devem ser estudadas.

No estudo considerado o estado da arte em pesquisa financeira (*The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them*), Lev e Zarowin (1999) investigaram a influência de diversas variáveis no preço da ação. Investigaram o uso da informação financeira para investidores em comparação com o total de informações no mercado de capitais. Os autores evidenciaram que nos últimos 20 anos o uso dos lucros reportados, o fluxo de caixa e o valor de patrimônio têm mudado. Essa mudança é em face do investidor demandar informação relevante e o contínuo esforço da regulamentação para melhorar a qualidade e oportunidade da

informação financeira. O sistema de informação também não reflete o movimento das inovações ou desregulamentação, a influência das mudanças na operação das firmas e as condições econômicas.

Os autores mostram o quão importante é a contabilidade para explicar o retorno “*relevance value*”, sendo o lucro (não necessariamente o lucro líquido), com capacidade para explicar os retornos. Nesse estudo os autores realizaram estimativas por meio de regressões para verificar o comportamento do *Earnings Response Coefficient* – ECR, para entender quando o preço da ação muda com a variação do lucro. Um outro aspecto observado foi o de que, quanto mais estável a empresa maior é a relevância do lucro.

Nesse pressuposto, conforme Lopes (2002, p. 90):

O estudo do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais é de extrema importância para a avaliação da eficiência da informação contábil no atendimento de alguns de seus mais importantes usuários: analistas e investidores de mercados de capitais.

Este conceito nos remete a questões fundamentais, tais como: primeiramente, levando-se em consideração que a contabilidade é a forma universal da comunicação dos negócios de uma entidade e segundo, que a primeira questão precisa ser validada por testes empíricos para indução lógica sobre a experiência e incorporar o conhecimento produzido pelos testes ao acervo da literatura científica.

George A. Akerlof, no estudo intitulado “*The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and market Mechanism*”, discute o papel da contabilidade como uma ferramenta de quebra de assimetria informacional para o mercado por meio da troca de informação.

A informação é o “centro” da contabilidade. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 511) citam que os acionistas e investidores dentre outros usuários, formam o grupo para o qual a contabilidade esta voltada.

Seguindo o raciocínio dos trabalhos que tratam da importância da informação contábil, cabe verificar a sua influência no ambiente na qual possa ser testada. Informação é uma mudança na expectativa sobre o resultado de um acontecimento.

Ao tratar das informações geradas pela contabilidade, as alterações no preço das ações no mercado frente ao evento da divulgação dessas informações podem ser testadas por meio de hipóteses elaboradas. Neste caso o mercado financeiro passa a ser um campo propício para o teste das teorias e práticas contábeis para conhecer, se e como, o mercado reage à divulgação da informação contábil.

Ao longo da discussão, foi enfatizada a importância do papel da contabilidade como sistema de informação.

1.2. SITUAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL

O Brasil, classificado como um dos mercados emergentes mais promissores nas últimas décadas passou por diversas transformações e mudanças no ambiente econômico. Na definição de mercados emergentes, o trabalho de Lopes (2001) considera que existe um problema epistemológico de definição entre os mercados desenvolvidos e emergentes. Suas conclusões são estendidas aos aspectos contábeis, que é o que se considera aqui, relacionadas à disponibilidade de informações e aspectos ligados à microestrutura desses, ou seja, são mercados pouco eficientes em termos de informações contábeis, bem como, são mercados com características altamente regulatórias e com fracos mecanismos de governança

e ainda, "... existe uma grande lacuna na literatura contábil relacionada com evidências empíricas...". (LOPES, 2001, p. 6-7).

Nas décadas de 1980 e 1990, o cenário mundial também sofreu mudanças. Essas mudanças foram impulsionadas pelas crises relacionadas em parte pelas dívidas externas.

No cenário mundial, nos países do Terceiro Mundo entre 1982 e 1983, a crise mexicana com a declaração da sua moratória. Em 1986, a crise asiática, ocasião que trouxe reflexos negativos na economia brasileira com forte impacto sobre o mercado de capitais.

A estrutura econômica do Brasil até o início da década de 1990 era considerada como extremamente fechada com alto índice de reserva de mercado e elevado grau de intervenção estatal. A estrutura estatal até então altamente regulatória e com forte controle sobre os fluxos de capital internacional. Além do forte descontrole causado pelo até então crônico e crescente processo inflacionário.

No Brasil, nas décadas de 1980 e 1990 diversos planos de ajustes econômicos foram realizados na tentativa de controlar o crescente e duradouro processo inflacionário:

- Em 1986 o Plano Cruzado;
- Em 1987 o Plano Bresser;
- Em 1998 o Plano Verão;
- Em 1990 o Plano Collor I;

- Em 1991 o Plano Collor II; e
- Em 1994 o Plano Real.

Foi na década de 1990 que o Brasil passou a adotar medidas de controle com sua saída da economia, mediante processos de privatização das empresas sob controle estatal e a criação de agências sem o poder intervencionista do Estado de afetar os contratos e suas alterações por sanção governamental.

No contexto de globalização da economia, na década de 1990, iniciou-se no Brasil o processo de privatização das empresas de diversos segmentos, tais como das empresas das áreas de energia elétrica, telecomunicações e siderurgia. As empresas do setor siderúrgico como sempre, foram marcadas por grandes participações de capital estrangeiro. Este processo teve como proposta a reordenação estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada, atividades antes exploradas pelo governo. Entretanto, a consolidação do resultado desse processo é lenta.

Num estudo realizado sobre o setor siderúrgico Oliva (2002) constatou que embora a privatização das empresas do setor siderúrgico tivesse ocorrido em média há nove anos, o processo de mudança ainda está se consolidando.

Entretanto, os movimentos estruturais já haviam sido iniciados a uma década, portanto não eram recentes à época dos seus acontecimentos. Na década de 1980, a economia brasileira dava sinais de mudanças para fortalecer o mercado de capitais. Visando o fortalecimento desse mercado, algumas medidas foram tomadas, dentre as quais as seguintes se destacam:

A Lei 6.404/76, conjuntamente com outras normas relevantes da década de 70 no que se refere ao Mercado de Capitais, tais como:

- Regulamentos dos fundos de investimento em 1970;
- “Boom” da bolsa em 1971;
- Novas regras sobre auditorias independentes em 1972;
- Regulamentos dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais;
- Criação da Comissão de Valores Mobiliários em 1976; e
- Regulamentação das entidades de previdência privada em 1977.

São questões que trouxeram eficiência para fazer cumprir as normatizações, definições de competências e atribuições para que empresas e investidores individuais e institucionais, pudessem utilizar o mercado de capitais para captar e empregar recursos. Os investidores institucionais ganharam importância e o fluxo de capitais internacionais possibilitou que o mercado de crédito fosse substituído pelo mercado de capitais.

Para Bueno (2000, p. 5) estes movimentos liberalizantes combinados com os avanços na tecnologia de informação fizeram com que a liquidez mundial registrasse crescimento já no final da década de 1980.

Conforme Vasconcelos *et al* (1996, p. 290) países:

Ainda com problemas de estabilização econômica e de dívida externa, aproveitaram o momento para entrar em movimentos liberalizantes com vistas a participar deste intenso fluxo internacional de capitais.

Muitos desses países em desenvolvimento e com problemas de estabilização dos quais se destacam: na Ásia, Hong Kong, Singapura e Coréia do Sul juntamente com alguns países latinos americanos como, Venezuela, México e Chile foram um dos protagonistas na substituição da forma de operação do fluxo de recursos.

Neste contexto, o mercado de capitais ganhou importância:

Ocorreu a⁴ substituição do mercado de crédito pelo mercado de capitais e o conseqüente aumento de importância dos investidores institucionais, acompanhados de políticas de liberalização financeira e inovações de instrumentos financeiros (especialmente securitização) por todo o mundo. (BUENO, 2000, p. 5).

A realidade do mercado acionário brasileiro, nos dizeres de Moreira e Puga (2000, p. 7) assim como, os da maioria dos países em desenvolvimento:

[...] é ainda muito incipiente, com base de comparação diminuta. Levine (2000), por exemplo, usando uma medida de importância relativa do mercado acionário (valor das empresas listadas/PIB) no período de 1980/95, estimou que o indicador para o mercado americano é cinco vezes superior ao brasileiro.[...].

1.3. APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do contexto dos objetivos da contabilidade, um dos principais propósitos é fornecer informações úteis ao usuário para a tomada de decisões econômicas. (IUDICIBUS, 1997, p.20).

A função dos registros financeiros corporativos é oferecer informações úteis para estimativas de valor. A análise histórica dos resultados pode ajudar aos investidores e analistas a anteciparem estimativas. Através dele pode-se analisar quais elementos mais variaram permitindo assim, testar a realidade baseada no

⁴ Grifo adicionado por este autor.

desempenho já registrado no passado. (MAUBOUSSIN e RAPPAPORT, 2002, p. 82).

Os usuários da informação contábil são diversos:

- a) Agentes econômicos privados;
- b) Entes governamentais e outros que de modo direto ou indireto tomam da contabilidade informações para desenvolver seus modelos decisórios.

Então, na medida em que a contabilidade faz parte do processo de decisão, é preciso lançar um olhar sobre as implicações econômicas que dela podem advir.

Os usuários da Contabilidade, formados por grupos externos e por grupos internos demandam informações contábeis diferenciadas. Como afirma Martins (2001): “o tratamento dos dados precisa ser diferenciado conforme o usuário, bem como, precisam ser diferentes, os diversos relatórios em termos quer de sua forma, quer de seu conteúdo”.

Porém, segundo o *Financial Accounting Standard Board – FASB apud* (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 881):

O administrador sabe mais sobre o empreendimento, do que os investidores, credores ou certos “estranhos”, e pode aumentar a utilidade da informação financeira, identificando certas transações ou certos eventos e circunstâncias que afetam o negócio, explicando o impacto financeiro.

A manifestação do FASB é um indicativo de eficiência do mercado na forma semi-forte. Nesta forma de eficiência, oportunidades de ganhos anormais existiriam para o empreendedor.

Algumas conseqüências econômicas resultantes da informação contábil no que concerne à assimetria da informação, percepção de risco entre os agentes, alocação de investimentos entre as firmas, e o nível de investimento na sociedade são comentadas por Beaver (1981, p. 50).

Estas considerações podem como conseqüência da informação contábil, causar impacto no preço das ações, isto é, influenciando no preço das ações (retornos), bem como, causar impacto em toda uma economia ou num determinado setor ou setores econômicos.

Assim, este trabalho trata do influência da informação contábil no mercado de capitais e se volta para um dos mais importantes⁵ grupos de usuário da informação contábil, os analistas e investidores do mercado de capitais que de alguma forma avaliam a estrutura do mercado e o comportamento do lucro, este bastante complexo, pois é formado por muitas variáveis de mercado e por fatores econômicos tais como, fatores de produtividade, variações de câmbio entre outros, não captados pela contabilidade. Esses fatores influenciam na determinação do preço das ações, além de influenciar no desempenho da empresa. São fatores sobre os quais a empresa muitas vezes não tem influência e não consegue controlá-los:

- Fatores políticos;
- Fatores econômicos;
- Inflação;
- Taxa de juros;

⁵ Hendriksen e Van Breda (1999, p. 511) salientam que o grupo que demanda informações necessárias no mercado é formado por investidores, acionistas e outros usuários.

- o Crescimento e recessão econômicos.

Rappaport (2001, p. 123) cita que “historicamente, tanto a ênfase de acadêmicos como a de praticantes têm sido sobre como a informação disponível ao mercado é refletida nos preços das ações”.

Caracterizado o tema de estudo, surge assim o seguinte problema a ser investigado e respondido por esse trabalho:

A divulgação das informações contábeis trimestrais obrigatórias influencia na determinação dos preços das ações no mercado de capitais brasileiro?

Assim, se a teoria refletir a realidade, para responder a questão de pesquisa apresentada o trabalho espera abranger um tópico importante, tendo como pano de fundo o papel da contabilidade como fornecedora de informação no processo de entendimento do comportamento e formação de preços das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA⁶ por meio da divulgação das Informações Trimestrais – ITR⁷.

⁶ A BOVESPA participa juntamente com as principais bolsas do mundo do Mercado Global de Ações (*Global Equity Market – GEM*). O mercado global apresenta certas características padrões, como uniformidade nos balanços publicados e ampla divulgação das informações relevantes de sua situação econômico-financeira ao mercado (*disclosure*), e uma política de dividendos transparente. Para mais informação conheça detalhes na BOVESPA sobre o funcionamento do Novo Mercado de governança corporativa.

⁷ A companhia aberta com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado devem enviar o formulário de Informações Trimestrais - ITR a CVM até sessenta dias após o término de cada trimestre do exercício social, excetuando o último trimestre, ou quando a empresa divulgar as informações para acionistas, ou terceiros, caso isto ocorra em data anterior. As informações trimestrais serão elaboradas normalmente na forma prevista na Instrução CVM nº 60/87, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 73/87 e 108/89, inclusive quanto ao uso do formulário próprio e seus anexos. A INSTRUÇÃO CVM Nº 202, DE 06 DE DEZEMBRO DE 1993 e atualmente em vigor, revogou a Instrução CVM nº 60/87 e suas alterações.

Neste trabalho, a influência da informação contábil é levantada através das informações trimestrais divulgadas⁸ pelas empresas no mercado de capitais. Outros fatores de informação levados ao mercado, tais como, relatórios de analistas, fontes de projeções e divulgações diversas que antecipam os números da divulgação contábil não são aqui contempladas. Uma vez que variações podem ocorrer no preço das ações é importante conhecer se a informação contábil conduz algum efeito para o mercado. No presente estudo não há o interesse pela determinação do tamanho da influência ou do impacto gerado pela divulgação da informação contábil, mas sim verificar a reação do mercado frente à divulgação, podendo assim, inferir que a formação de preços das ações é em parte atribuída a divulgação dos resultados. Obviamente que os resultados da pesquisa poderão apresentar indicativos do tamanho do impacto que a informação contábil tem sobre o retorno das ações.

No Brasil, as empresas abertas que possuem ações negociadas em bolsa são obrigadas por lei a divulgar seus números aos investidores e às autoridades todos os trimestres. Elas também devem informar ao mercado quando ocorre algo relevante, como a venda de um grande lote de ações. (EXAME, 2004).

Bernardo (2001) examinou no mercado brasileiro de capitais a maneira pela qual os investidores que atuam no mercado brasileiro, reagem às divulgações trimestrais de **resultados**.⁹

Seu trabalho tem como objetivo esclarecer a maneira pela qual o investidor interpreta a informação contida no resultado corrente. Seus achados sugerem que, de maneira geral, o investidor que atua no mercado brasileiro de capitais considera o

⁸ Isso traz mais complexidade se comparado a trabalhos construídos com dados anuais.

⁹ Negrito inserido por este autor.

resultado negativo (prejuízo) como informação de caráter desfavorável, independentemente da série histórica passada.

A autora constatou ainda, que o ajuste de preços das ações ao redor da data da divulgação dos resultados contábeis trimestrais é consistente com a forma semi-forte de eficiência dos mercados.

Ou seja, a constatação da forma de eficiência do mercado é dada à maneira como o mercado reage a cada nova informação nele chegada, pressupondo que toda informação pública se torna rapidamente incorporada e refletida no preço da ação, ajustando o preço dos ativos até que nova informação seja divulgada.

O processo de divulgação de informações é acima de tudo considerado como um processo de expectativa, tanto no Brasil quanto em outros países (como por exemplo, nos Estados Unidos). Esse processo vem sendo acompanhado por meio de estudos. Segundo Damodaram (1997, p. 212):

“Alguns dos primeiros estudos comparando expectativas dos investidores com os lucros reais “utilizaram” os lucros do mesmo trimestre no ano anterior como avaliação dos lucros esperados; ou seja, as empresas que reportarem aumento nos lucros de trimestre para trimestre fornecerão surpresas positivas e as que reportarem reduções nos lucros de trimestre para trimestre fornecerão surpresas negativas”.

Diante dessas afirmações, a divulgação das informações trimestrais é esperada pelo mercado. Por meio de sua avaliação se estabelece a relação entre os dados realizados e se formam perspectivas de resultados futuros.

Outro fator importante é quanto aos atributos da previsão da prática da contabilidade em relação à teoria que prevê fenômenos de contabilidade não observados. Deste ponto, se pode depreender que informações não reportadas pela

contabilidade são incorporadas nas perspectivas de forma racional consideradas pelo julgamento do usuário.

Lopes (2002, p. 111), posiciona que esses fenômenos não são necessariamente futuros, incluem fenômenos passados, mas sobre os quais a evidência sistemática não foi coletada.

É de se notar que a microestrutura do mercado de capitais está inserida no contexto deste trabalho sem, entretanto haver discussão sobre ela. O estudo da microestrutura é importante para fundamentar a relação entre os mecanismos de negociação e o sistema de informações no mercado, outro ponto importante é a assimetria da informação e o interesse dos agentes, mais particularmente em relação aos interesses dos acionistas ordinários e minoritários.

1.4. HIPÓTESES DO TRABALHO

Para responder a questão de caráter geral foi necessária a sua decomposição em hipóteses para chegar a questões mais específicas. Isto possibilita a melhor resposta e a sua análise adequada para o problema.

As hipóteses desenvolvidas nesta seção para responder a questão central foram obtidas como decorrente do trabalho de Lopes (2002), e do trabalho de Bernardo (2001), e são:

H₀: Existe influência na formação de preço das ações entre a data da divulgação das informações contábeis obrigatórias no Brasil com o preço das ações negociadas na BOVESPA.

Diante da hipótese acima formulada, calculou-se a variação de preços antes e depois da divulgação das informações contábeis e procurou-se testar a significância estatística das médias.

Na tentativa de capturar o efeito da influência da divulgação das informações contábeis no mercado de capitais da BOVESPA, espera-se que a variação média de preços nos 10 pregões realizados imediatamente depois da publicação (d+10) dos demonstrativos contábeis e, o preço médio dos 10 pregões realizados imediatamente anteriores a data da publicação (d-10) dos demonstrativos contábeis, montada a partir da publicação dos balanços trimestrais (informações trimestrais – ITR) apresentada pela amostra 1, reaja às informações publicadas com mais intensidade e seu efeito, portanto, apresente média de variação de preço maior que a média de variação de preço da amostra 2: preço médio realizado nos últimos 10 pregões (d-10 ao d-1) e até a data da publicação e, o preço médio realizado nos 10 penúltimos pregões (d-20 ao d-11), bem como apresente média de variação de preço maior que a média de variação da amostra 3: preço médio entre os 10 pregões (d+21 ao d+30), depois da data do evento e o preço médio dos 10 pregões anteriores, mais próximos dessa data (d+11 ao d+20). As médias foram calculadas em módulo (ou valor absoluto).

A métrica do trabalho é a relação de variação (retorno) de preço de 10 períodos posteriores em relação a 10 períodos anteriores a data do evento dado pela data de divulgação das Informações Trimestrais – ITR no *site* da CVM. Esse período de 10 dias basea-se em pesquisas realizadas sobre intervalos relativos à divulgação de informações contábeis.

Como o trabalho se baseia em informações sobre amostras, no **capítulo que trata da Análise dos Dados**, serão apresentados os procedimentos dos testes estatísticos, de análises descritivas e de inferência (teste de hipóteses), empregados na análise das diferenças de médias dos retornos observados a partir dos estudos realizados.

1.5. OBJETIVOS, DELIMITAÇÕES E LIMITAÇÕES

O presente trabalho tem como tema finanças e mercado de capitais no qual se insere o papel da contabilidade como instrumento informacional e o entendimento desse papel para o comportamento e formação de preços nesse mercado.

Com relação ao mercado brasileiro de capitais cabe destacar a importante contribuição de Lopes (2002) cujo trabalho recentemente publicado apresenta evidências empíricas sobre a relevância das informações contábeis mostrando que o patrimônio em relação ao resultado se apresenta mais relevante na explicação da formação de preços de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

1.5.1. Objetivos

A contabilidade tem um importante papel como instrumento de informação.

Por outro lado, nem todas as informações quanto aos atributos da previsão da prática da contabilidade em relação à teoria que prevê fenômenos de contabilidade não observados, leva a um posicionamento de que fenômenos não necessariamente futuros, mas fenômenos passados, sobre os quais a evidência sistemática não foi

coletada podem levar analistas e investidores a fazer uso secundário dessas informações ou mesmo a não utilizá-los.

A questão de pesquisa apresentada procura abranger um tópico importante que é entender o comportamento e a formação de preços das ações negociadas na BOVESPA, onde investigações com estes focos ainda são incipientes no Brasil e contribuir para a discussão do aumento do conhecimento de relações que levam às decisões empresariais.

Portanto, esse objetivo pode ser resumido em analisar a eficácia dos mecanismos do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais. Nesse pressuposto, a informação contábil assume extrema importância no atendimento de alguns de seus mais importantes usuários: analistas e investidores de mercados de capitais.

Para tanto, investigou-se uma amostra de empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA nos trimestres do período compreendido entre os anos de 1997 e 2003. Esta análise é interessante para o Brasil, devido ao baixo número de pesquisas realizadas com esse foco.

O trabalho não trata da estrutura legal de proteção aos minoritários e tão pouco, busca investigar se para este grupo de investidores que exerce pouca influência sobre a administração das empresas que em sua maioria são administradas por acionistas controladores (acionistas ordinários). Mas buscar evidências da relevância da influência da informação contábil na formação de preços, ou se esses preços seguem um passeio aleatório (*Random walk*).

Com o crescimento do mercado de capitais, a adesão das empresas ao conjunto de normas de conduta nos "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" (Novo Mercado, e Níveis de Governança N1 e N2), da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos. (BOVESPA, 2004).

A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. (BOVESPA, 2004).

O NM é uma forma de convergência funcional idealizado por Coffee (1999) *apud* Srour (2002, p. 5), através da possibilidade de:

[...] firmas sediadas em países de fraco aparato societário se listarem em bolsas de regiões com regras mais rígidas de governança. Além desse, outro mecanismo privado que poderia garantir uma melhor transparência da firma e, conseqüentemente, a melhora dos mecanismos de governança, seria a contratação de companhias de auditorias independentes de alta credibilidade.

No Brasil as companhias abertas listadas em bolsa e aceitas à negociação de outros títulos e valores mobiliários submetem seus demonstrativos contábeis a atestação por parte de companhias de auditorias independentes.¹⁰ Entretanto, o estudo não pretende verificar a influência da informação contábil nas companhias listadas nos níveis de práticas de governança corporativa da BOVESPA.

¹⁰A Instrução CVM n.º 308 de 14.05.1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de **auditoria** independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instruções CVM nos. 216, de 29 de junho de 1994, e 275, de 12 de março de 1998. (Publicada no DOU de 19.05.99 - pg. 6 a 11 - Seção I). (Grifo adicionado por este autor)

1.5.2. Delimitações

O escopo da pesquisa será delimitado pelas empresas com ações negociadas na Bolsa de valores de São Paulo – BOVESPA. O presente trabalho pretende evidenciar inferências a partir da base de dados extraída do banco da Economática.

Para tratamento dos dados quantitativos foram coletados os preços de fechamento das negociações na Economática, e os dados relativos às datas de divulgação das Informações trimestrais – ITR foram apanhados na *internet* no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O trabalho, também não visa expandir conclusões em função das estratégias adotadas pelas empresas, bem como não responde questões quanto à análise estrutural de grupos estratégicos dentro dos setores, como também não se preocupa, em retratar o ambiente em que as empresa se encontram, se em setores fragmentados, setores emergentes ou setores em declínio. Leva-se também em consideração que o mercado de capitais brasileiro, assim como os da maioria dos países em desenvolvimento, é ainda bastante incipiente e com falta de liquidez, de forma a proporcionar aos vários intervenientes custos mais baixos e rentabilidades mais altas.

O período da pesquisa delimita-se pelo horizonte definido como pós-Real (compreendendo os dados disponíveis do período do terceiro trimestre de 1997 ao último trimestre de 2003).

A capacidade informacional da contabilidade encontra-se referenciada por diversos pesquisadores. A maioria das pesquisas está na linha da busca de explicação dos retornos anormais.

Nessa linha, Bonomo e Dall' Agnol (2003) comentam que os retornos anormais no Brasil, utilizaram horizontes de tempo a partir de três meses, sendo a série de quantidade de ações preferenciais ou ordinárias publicada trimestralmente. Muito embora o objetivo do trabalho dos autores seja diferente do deste, a tentativa é a de reconciliar as evidências de curto prazo. Numa parte do trabalho, os autores trabalharam com horizontes de tempo em que as estratégias eram focadas no curtíssimo prazo (1 semana ou 1 mês). Concluem, observando que no mercado brasileiro de ações há tendência de rebalanceamento das carteiras ações de maior lucratividade em três meses com base nos retornos de três meses passados.

De uma forma geral, o trabalho também não visa discutir a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas pesquisadas, bem como, os aspectos legislativos, o papel da regulamentação, ou o grau de observância quanto ao *disclosure*. Também não visa expandir comentários a respeito de afirmações sobre a eficiência do mercado brasileiro de capitais e sobre o comportamento dos investidores e analistas de mercado, entretanto, a conclusão pode convergir para uma das formas de eficiência do mercado.

Embora, conforme Colares e Pontes (2003, p. 1) em todo o mundo:

Muito se tem discutido sobre a transparência e a qualidade na divulgação das informações contábeis necessárias à consecução do objetivo da Contabilidade que, segundo Ludícibus e Marion (1999, p. 5), consiste em “[...] fornecer informação estruturada de natureza econômica, financeira e, subsidiariamente, física, de produtividade e social, aos usuários internos e externos à entidade”.

Sendo assim, esta é outra delimitação do trabalho, que não visar expandir conclusões a respeito da maneira pela quais os analistas e investidores reagem ao anúncio do resultado (DRE). Se resultado positivo (lucro) e negativo (prejuízo), ou seja, se estes consideram a informação favorável ou se a consideram desfavorável.

1.5.3. Limitações

O trabalho se limitou a considerar os cálculos em reais (R\$), moeda corrente nacional em base histórica no espaço temporal delimitado.

Um outro aspecto considerado foi o tratamento dos dados disponíveis na Económica em estágio “bruto”. Esses dados foram organizados em planilhas do Microsoft Excel®, versão 98.

Considerando-se que este trabalho visa aferir a influência da informação contábil frente a sua chegada no mercado de capitais, os dados brutos após tratamento, foram determinantes para o cálculo de médias aritméticas feitas em módulo. Para a realização dos testes estatísticos de significância de médias, os dados foram tratados a partir do Microsoft Excel® e transportados para o tratamento estatístico nos pacotes Minitab® 13 versão for Windows.

Uma limitação julgada importante a ser comentada é quanto à forma como foram desenvolvidos os modelos para cálculo das amostras. Como não foram encontrados estudos acadêmicos tratando do tema com características semelhantes à abordagem aqui proposta, apesar de diversos estudos acadêmicos relacionados à questão informacional da contabilidade sob outros aspectos da utilidade da divulgação das informações contábeis, o autor optou por desenvolver os modelos

que se encontram no sub-capítulo, **Definição do Modelo e do Evento**. Esses modelos foram construídos na tentativa de capturar o efeito da influencia da divulgação das informações contábeis no mercado de capitais.

A definição do evento é dada pelas datas da divulgação das ITR para cada amostra conforme descritas na **Definição do Modelo e do Evento**.

Em um trabalho que considera o estudo de evento (*event study*), o crítico é a definição precisa do momento em que o evento ocorre.

Neste trabalho, a definição precisa da data da ocorrência do evento é dada pela data da entrega (disponibilização) das informações trimestrais na CVM e na BOVESPA. Em que pese, nem sempre haver o cumprimento por parte de diversas companhias do cumprimento das datas limites para envio das informações a CVM, independentemente da data da publicação, todas foram consideradas no estudo.

Essas datas foram consideradas como o dia do evento (Data 0). As janelas consideradas para o evento, nas três amostras se encontram definidas na **Definição do Modelo e do Evento**.

O trabalho também não considera o efeito “Fim de Semana”, um fenômeno que apresenta nas segundas-feiras retornos significativamente negativos, a partir dos retornos manifestados no fechamento das sextas-feiras e de abertura das segundas-feiras. (DAMODARAM, 1997, p. 225).

1.6. CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS

A contribuição deste trabalho está no estudo da contabilidade como fornecedora de informação para o mercado de capitais. As evidências desse papel da contabilidade são determinadas a partir da influência dessa informação no mercado financeiro e da forma como analistas e investidores podem estar fazendo uso das informações dela emanadas.

De uma forma geral buscar-se-á contribuir para a teoria contábil e o mercado de capitais, aumentando o entendimento do papel da contabilidade por meio de pesquisas empíricas.

Uma outra contribuição é quanto ao papel da contabilidade voltada para outros grupos de usuários, como objeto de informação. Assim, pode beneficiar-se deste trabalho, estudantes, profissionais das mais diversas áreas e pesquisadores.

A investigação, neste trabalho proposta, é pioneira no mercado brasileiro. As evidências empíricas encontradas serão seguidamente acompanhadas de uma análise de literatura.

1.7. ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta dissertação contém cinco capítulos e está estruturada conforme a seguir apresentado:

- **Capítulo 1:** apresenta a **Introdução**, englobando a contextualização do tema, a apresentação do problema de pesquisa, a situação do mercado de capitais no Brasil e as hipóteses do trabalho. Aborda

também o objetivo, delimitações e as limitações da pesquisa além das contribuições esperadas.

- **Capítulo 2:** aborda a **Metodologia da Pesquisa**, apresentando o tipo de pesquisa, o método de pesquisa adotado, a classificação do tipo de pesquisa quanto às variáveis.
- **Capítulo 3:** apresenta a **Fundamentação Teórica e Revisão Bibliográfica**. Mostra a disseminação da pesquisa positiva em contabilidade, trabalhos empíricos relacionados à informação contábil e o mercado de capitais, mercados emergentes e a intervenção do estado na economia, avaliação de investimentos em ações e a questão do risco, a hipótese de eficiência dos mercados, a contabilidade como informação *versus* mensuração, a contabilidade e a informação para o mercado de capitais, comunicações financeiras e o valor das empresas. Uma parte versando sobre análise fundamentalista, o conteúdo informacional do resultado, a importância do patrimônio, seu uso e a relevância dos números contábeis, o mercado acionário brasileiro e o novo mercado.
- **Capítulo 4:** aborda a **Pesquisa**, apresentando os procedimentos técnicos, a definição do modelo e do evento e termina com a seleção e tratamento dos dados.
- **Capítulo 5:** mostra a **Análise dos Dados** do teste empírico.
- **Capítulo 6:** são apresentadas a **Visão Geral, Conclusões e Sugestões para Novas Pesquisas**.

Complementando a estruturação, seguem as **Referências** para as obras efetivamente utilizadas para a elaboração do presente trabalho, acompanhadas da **Bibliografia** e do **Apêndice**.

Finalizando a estrutura do trabalho, seguem os **Anexos, Lista de Tabelas e Quadros**, que suportam o estudo.

2. METODOLOGIA DA PESQUISA

Uma vez que o trabalho analisa a influencia da informação contábil no mercado de capitais brasileiro, essa influencia é conhecida a partir do cálculo da média dos preços das ações, calculadas em módulo ao redor da data de divulgação das informações trimestrais.

A descrição da aplicação destes cálculos é comentada nas seqüências dos capítulos abaixo.

2.1. TIPO DE PESQUISA

Conhecimentos de natureza científica são feitos a partir de resultados realizados por meio de pesquisas, estas requerem a adoção de uma metodologia que subsidie e auxilie o pesquisador na conclusão do seu trabalho. (BUENO, 2000, p. 17).

Possuindo a finalidade de demonstrar se as informações contábeis divulgadas causam influência no mercado de ações a metodologia usada neste trabalho se classifica como empírico-analítica. (MARTINS, 1994, p. 27) define que:

[...] a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativa. (...) têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. (...) A validação da prova científica é obtida através de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

O estudo dos métodos é feito através da metodologia. Para Blaug (1999, p. 15) metodologia tem significado de investigação dos conceitos, teorias e princípios básicos de raciocínio de uma matéria.

Observação extraída de David Hume *apud* Mattos (2003, p. 62) no século XVIII considera que a “indução” é um termo de carga uma fragilidade lógica, nos seus dizeres “Não temos razão pra acreditar que aqueles exemplos de que não tivemos qualquer experiência tenham probabilidade de assemelhar-se àqueles de que tivemos experiência”.

Apesar de Hume não ter usado o termo “indução”, considerando o aspecto da não experimentação (POPER *apud* LAKATOS & MARCONI, 2001, p. 95), defende o processo investigatório constituído de formulação do problema, proposta de solução consistindo de nova teoria – conjectura – dedução a partir dos testes, e testes de falseamento ou refutação, pelo uso de observações e experimento.

O método científico é construído a partir de um problema de interesse a ser investigado, podendo ser aceito ou refutado a partir das observações e experimentos realizados para a validade lógica e interpretação daquilo que foi observado dado uma expectativa que procura confirmação.

Caldas *apud* Revista de Administração Contemporânea - RAC nº 65, no estudo intitulado “Contribuição Teórica”: Como assim, cara pálida? Trata da identificação de uma teoria forte. Na sua fala a teoria deve dizer respeito às conexões entre fenômenos, atos, eventos, estrutura e pensamentos, enfatizar a natureza das relações causais e investigar os micro-processos e vincular fenômenos.

2.2. MÉTODO DE PESQUISA ADOTADO

O método utilizado parte da natureza do estudo. Através de uma análise bibliográfica na literatura procura relatar sobre a contabilidade como fornecedora de informação, e o mercado de capitais através dos analistas e investidores como seus principais usuários. A questão de pesquisa será testada por meio da hipótese formulada a responder a questão central de forma à validação ou não dessa questão, de forma indutiva, através de pesquisa exploratória descritiva e análise qualitativo-quantitativa.

Num sentido geral, pode-se dizer que em pesquisa, método significa a escolha de procedimentos para descrição e explicação de uma ocorrência ou fenômeno de forma sistematizada.

Ao se trabalhar com inferência tem-se como base uma amostra. A adoção do método indutivo é típica das ciências factuais, que estudam fatos materiais ou reais. (SANTOS e PARRALHA FILHO, 1998, p. 59, 75-78).

Bueno (2000, p. 27) reforça o caráter da aplicação do método indutivo considerando a natureza desse processo, isto é, as considerações finais são obtidas a partir de observações empíricas e mensuração dos dados dessas observações. Suas considerações têm amparo nos observações de Ludícibus, (1995, p.25) e Hendriksen, (1997, p. 30).

A lógica indutiva é onde reside uma parte significativa da argumentação científica, pois considera o que é falado e o que está implícito nos argumentos. (CARRAHER, 1993, p. 58).

Tendo como base, amostras que englobam diversas empresas de diversos setores da economia brasileira, incluindo as empresas do setor financeiro, tomando as empresas com ações negociadas no ambiente econômico brasileiro na BOVESPA, o método adotado será o indutivo e, por conta desta forma de investigação a extensão da conclusão ultrapassa a extensão dos fatos singulares. (RUIZ, 1996, p.139-143).

Ruiz (1996, p. 141) apresenta ainda que a indução científica parte do fenômeno (situação específica) para atingir a generalização, em função de uma relação entre dois fenômenos, para efeito de predições.

Para Lakatos & Marconi (1997, p. 47-48) estes fenômenos devem ser interpretados à luz das delimitações que margeiam a abrangência do trabalho.

Uma vez definido o método, nos dizeres de Santos (1999, p. 25), “os pesquisadores são freqüentemente solicitados a caracterizar seus trabalhos”.

A partir dessa nova postura da tradição positiva, Mattesich¹¹ em 1992, manifestou desinteresse pelas teorias Normativas (natureza não científica) e começou a busca de um rigor metodológico. Uma busca consistente para a construção da estrutura teórica da contabilidade. Diante dessa busca, passou a pesquisar a interconexão da contabilidade com todas as áreas da economia, em um contexto sistêmico. Defendeu que dentro do contexto contábil o valor possui uma natureza volátil decorrente de diversos métodos de estimação e mensuração.

Matessich objetivou o desenvolvimento de uma estrutura conceitual para a contabilidade, principalmente em aplicações específicas. Defendeu uma estrutura

geral a partir de uma teoria contábil normativa condicional constituída de três elementos:

- ◆ Primeiro – O uso de hipóteses como forma clara de demonstrar a teoria;
- ◆ Segundo – As formulações dos indivíduos e da sociedade são à busca da hierarquia de objetivos;
- ◆ Terceiro – A incorporação da riqueza maximizada e do lucro.

No ambiente da pesquisa em contabilidade a formulação de hipóteses é considerada como um instrumental da aplicação da teoria em que a relaciona com proposições empíricas específicas. O teste do sistema contábil é realizado de forma empírica, e se aprovado pode levar a alterações dos princípios básicos e/ou das hipóteses específicas e, constituir um teste da teoria da contabilidade (o teste parte do específico para o geral).

Concluindo, a diferença entre a teoria positiva e a normativa está na ação, enquanto a primeira explica, a segunda impõe. Ou seja, na teoria positiva está presente a métrica da indução, o que pode ser definido como raciocínio a partir do particular para o geral, e na teoria normativa, o raciocínio é o da dedução, a partir do geral para o particular.

¹¹ MATTESSICH, Richard. Methodological Preconditions and Problems of a General Theory of Accounting. *The Accountin Review*, July, 1972.

2.3. CLASSIFICAÇÃO DO TIPO DE PESQUISA QUANTO ÀS VARIÁVEIS

Trata-se de uma pesquisa descritiva, já que procura estudar formas de relacionamento entre variáveis e suas causas. (MATTAR, 1996, p. 75 -77).

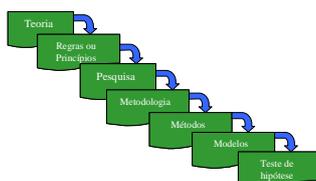
Ainda segundo Mattar, a natureza das variáveis é classificada em qualitativa e quantitativa. Qualitativa, quando “se identifica à presença ou ausência de algo”. Quantitativa, quando procura “medir o grau em que algo está presente”. Logo, este trabalho pode ser caracterizado como qualitativo/quantitativo por visar medir e estudar a natureza das variáveis.

Uma pesquisa que procura evidenciar resultados se caracteriza como empírica, visto que os resultados são obtidos por meio da mensuração. (DEMO, 1985, p.22 - 28).

Classifica-se também como uma pesquisa não experimental visto que a análise é feita após acontecimentos dos fatos, isto é, *ex post facto*. (MARTINS, 2000, p.30).

O trabalho também se baseará em fatos realizados ao longo de uma série temporal, portanto pode ser classificado como *ex post facto*.

Resumidamente, o desenvolvimento do estudo presente neste trabalho foi realizado com base nos procedimentos descritos conforme a Figura 1.



Fonte: Adaptada de diversas obras pelo autor.
Figura 1: Desenvolvimento do teste de hipótese

2.4. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO TÓPICO

Dada a carência de estudos técnicos na área de gerenciamento e investigação dos resultados contábeis no Brasil, e pela ausência de informações empíricas acerca do papel da contabilidade no mercado de capitais Lopes (2002, p. 90) este trabalho representa um esforço para a análise de um problema atual com dimensão sobre as empresas de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA.

O trabalho poderá ser o primeiro no Brasil a mostrar a influência da informação contábil no mercado de capitais em períodos curtos de eventos e tornar-se de utilidade para os usuários desse mercado, fornecendo base para a formulação de estudos de expectativas (vinculados ou não a série histórica) e redução de exageros na avaliação do papel informacional da contabilidade.

Essas conclusões sobre o papel da contabilidade como o aqui proposto já encontram muitos trabalhos anteriores realizados na tentativa de estudar o impacto da divulgação de informações contábeis no comportamento dos ativos em mercados financeiros. (LOPES, 2001).

Segundo Martinez (2001, p. 2) no contexto internacional, particularmente nos EUA, a literatura acadêmica em gerenciamento dos resultados contábeis (*earnings management*) é campo ativo de pesquisa.

Portanto, o presente trabalho se justifica também por tratar de um assunto relevante para o entendimento da formação de preços no mercado de capitais, por meio da influência da informação contábil, sem, entretanto determinar como os seus usuários devem construir seus modelos de expectativas e decisão. Bem como,

também por tratar de parte da produção de estudos científicos e referenciais teóricos, além contribuir para a disseminação de trabalhos com aplicação empírica entre essas áreas (contabilidade e finanças).

Sendo um país que apresenta algumas particularidades quanto ao funcionamento do mercado de capitais, o Brasil é visto de algumas maneiras, para o qual se destacam algumas dessas particularidades:

- Altamente regulamentado;
- Presença forte de leis tributárias;
- Controle acionário concentrado, entre outras.

A instituição do Novo Mercado (NM) pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa é uma das primeiras iniciativas de estímulo e condução ao modelo de Governança Corporativa das empresas no Brasil.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O referencial teórico a seguir descrito aborda os construtos (em inglês *construct*) termo empregado para estudar os aspectos ou dimensões de um fenômeno, porém com ele não há a pretensão de se buscar a representação de forma total do fenômeno ou do objeto estudado.

3.1. DISSEMINAÇÃO DA PESQUISA POSITIVA EM CONTABILIDADE

Na pesquisa em contabilidade, a substituição da tradição normativa iniciada no final da década de 60 pela abordagem positiva da informação (*information approach*) iniciou a fase da contabilidade como informação ante a visão de mensuração. (BEAVER, 1998).

Na abordagem da informação (*information approach*), a contabilidade é vista como fornecedora de informação para os agentes econômicos, de forma útil à tomada de decisões. (LOPES, 2001, p. 31).

Esta mudança, de visão normativa para investigação empírica pode influenciar por meio de uma base analítica a relação do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais no Brasil.

Para Castro (1978, p. 55) uma tese deve ser original, importante e viável, satisfazendo conjuntamente estes três critérios. Portanto, o tema é importante quando “está ligado a uma questão crucial ou afeta um segmento da sociedade”. Por sua vez a originalidade, é caracterizada quando os resultados do tema “têm o potencial para nos surpreender”. Por último, a viabilidade é caracterizada pela pergunta: “dá para fazer a pesquisa?”.

Uma outra preocupação é com a fundamentação bibliográfica e consistirá no exame da literatura sobre o tema abordando primordialmente os conceitos com base nas premissas da teoria de finanças, contabilidade, governança corporativa, estrutura de mercados, macro e micro economia para responder a questão problema e buscar as evidências para a conclusão sobre as observações da realidade das empresas brasileiras.

Lopes (2002, p. 1) citando os estudos de (BALL e BROWN, 1968; BEAVER, 1968) aborda que no início dos anos 60 a pesquisa em contabilidade financeira começou a ser desenvolvida para aplicação no mercado de capitais, tornando assim “uma das áreas mais profícuas na academia contábil internacional”. (WATTS e ZIMMERMAN, 1968).

Paton e Littleton em 1940, no clássico trabalho *An Introduction to Corporate Accounting Standards* já se preocupavam com a contabilidade modelada para atingir um modelo próximo do “ideal econômico”. (LOPES, 2002, p. 2).

De acordo com Lopes (2002, p. 2) a cultura normativa usual na academia contábil começou a ganhar uma abordagem de informação positiva (*information approach*). O conceito de *information approach* (abordagem da informação) considera a contabilidade como um meio de transmissão de informação. Sob essa abordagem, as variáveis contábeis, Patrimônio Líquido e Resultado, possuem capacidade informacional. A capacidade informacional corresponde ao potencial de uma variável contábil em transmitir informações que possam influenciar as expectativas dos usuários da contabilidade. (LOPES, SARLO NETO e LOSS, 2002).

Perobelli (2000) num estudo explorando o conteúdo informacional do resultado insere a referência para a eficiência da informação em observação às

reações nos preços das ações, frente à divulgação de lucros trimestrais, sejam sub, ou superestimados.

3.2. TRABALHOS EMPÍRICOS RELACIONADOS À INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O MERCADO DE CAPITAIS

Grande parte da literatura tratando da contabilidade e o mercado financeiro, com evidência empírica são originados no mercado americano.

Dario e Dumontier (1999) em um estudo empírico exploraram a correlação de informações contábeis e preços futuros de ativos financeiros com dados coletados na bolsa de valores de Paris, no período de 1989 a 1997. Nesse trabalho os autores usando redes neurais e regressão logística, concluíram que em 63% dos dados observados, houve uma relação entre o valor dos ativos e o desempenho na bolsa.

Um outro trabalho é o de Lopes (2001) que aborda por meio de pesquisa empírica, o comportamento do mercado brasileiro da BOVESPA, sob a premissa teórica do modelo de Ohlson. Nesse estudo, seus achados encontraram evidências do papel da informação contábil, sendo esta mais significativa do que os dividendos para explicação de preços anormais.

O trabalho de Bernardo (2001) verificou a reação dos investidores do mercado brasileiro de capitais frente aos resultados trimestrais. Outra constatação importante desse estudo foi quanto ao ajuste de preços das ações, que ocorreram ao redor da data da divulgação dos resultados contábeis trimestrais.

Outros trabalhos, muitos voltados para a análise do mercado brasileiro tratando da pulverização no mercado de capitais, bem como a produção de

evidências de sofisticadas e melhores informações empresariais são, sobre as conclusões de Doupink & Salter (1995). Contribuição sobre o funcionamento do Novo Mercado (NM) e da instituição das práticas de governança corporativa e, a introdução de um melhor sistema de relatórios contábeis com informações de natureza quali-quantitativa. (MAFRA, 2001, p. 69).

Para ampliar a literatura tratando da contabilidade e o mercado financeiro, com evidência empírica originada no mercado brasileiro, destacam-se os seguintes trabalhos:

Autor(es)	Título do Estudo	Data Publicação
SANVICENTE, A. Z.	A contabilidade e a teoria da informação	1990
LEITE, H. de P. e SANVICENTE, A. Z.,	Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional	1990
COSTA JR., N.C.A. e O'HANLON, J.	O efeito tamanho versus o efeito mês do ano no mercado de capitais brasileiro: uma análise empírica	1991
VIEIRA, K. e PROCIANOY, J. L.	Reação do mercado a stock splits e stock dividends: um estudo de eventos e um teste para a hipótese de liquidez	1998
RAMOS, P.B., PICANÇO, M.B., e COSTA JR., N.C.A.	Retornos e riscos das value e growth stocks no mercado brasileiro	1998
PEROBELLI, F. F. C. e NESS JR. W. L.	Reações do mercado acionário a variações inesperadas no lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro	2000
TORRES, R., BONOMO, M. e FERNANDES C.	A aleatoriedade do passeio na bovespa: testando a eficiência do mercado acionário brasileiro	2000
PROCIANOY, J. L. e ANTUNES, M. A.	Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais	2001
BRAGA, C.M. e LEAL, R.P.	Ações de valor e de crescimento nos anos 90	2002

Fonte: Transcrito de Sarlo Neto¹²

¹² SARLO NETO, A. A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro – Vitória/ES: Dissertação de Mestrado, não publicada, em fase de apresentação à FUCAPE – Fundação Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, 2004, p. 63.

Quadro 1: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Finanças Empíricas)

Sarlo Neto (2004) contribui com um apanhado bibliográfico a partir do trabalho de Camargos e Barbosa (2003) sobre uma síntese dos estudos empíricos publicados no mercado nacional versando sobre a eficiência informacional. Esta síntese é apresentada no quadro abaixo.

AUTOR(ES)	TÍTULO DO ESTUDO	PUBLICAÇÃO
MUNIZ, C.J.	Testes preliminares de eficiência do mercado de ações brasileiros	1981
MENEZES, J.C.F.	Mercado acionário brasileiro: a evolução recente e sua eficiência informacional fraca	1981
BRITO, N.R.O.	A eficiência informacional fraca no mercado à vista da BVRJ o período 1980/1984	1985
LEMBRUGER, E.F.; BECKER, J.L.; e CHAVES, T.B.S.	O efeito fim de semana no comportamento dos retornos diários de índices de ações	1988
LEAL, R.P.C.	Retornos anormais e sinalização nas aberturas de capital	1989
AMARAL, H.F.	La dynamique et l'efficience des marches financiers brésilien	1990
LEAL, R.P. e AMARAL, A.S.	Um momento para o "insider trading": o período anterior ao anúncio de uma emissão pública de ações	1990
MALUF FILHO, J.A.	Eficiência do mercado de opções da Bolsa de Valores de São Paulo.	1991
LEITE, H. e SANVICENTE, A. Z.	Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional	1990
SALLES, A.A.	Eficiência informacional do mercado futuro do Ibovespa	1991
LEMONS, M.O. e COSTA Jr., N.C.A.	O efeito de sobre-reação no curto prazo no mercado de capitais brasileiro	1995
SCHIELL, E.	O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações	1996
GALDÃO A.; e FAMÁ, R.	Avaliação de eficiência no mercado acionário brasileiro por volatilidades comparadas, no período 1977-1996	1998
CORDEIRO, F.F.; PEROBELLII, F.S. e ARBEX, M.A.	Expectativas racionais e eficiência informacional: análise do mercado acionário brasileiro num cenário de regras no período 1997-1999	1999
BUENO, A.L.; BRAGA,R.F. e ALMEIDA, R.J.	Pesquisa sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro nos casos de fusões e aquisições	2000
PEROBELLI, F.F.C. e NESS JR., W.L.	Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado	2000

	brasileiro	
CARETTA, P.S.	Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina	2001
PROCIANOY, J.L.P. e ANTUNES, M.A.	Os efeitos das decisões de investimentos das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais	2001
VIEIRA, K. e PROCIANOY, J.	Reação dos investidores a bonificações: um estudo em países da América Latina	2001

Fonte: Transcrito de Sarlo Neto¹³

Quadro 2: Trabalhos Empíricos sobre a HME no Mercado de Capitais Brasileiro

Sarlo Neto (2004) complementa os estudos, destacando uma série de recentes trabalhos de pesquisa em contabilidade no Brasil que estão contribuindo para o entendimento sobre a importância das informações contábeis para o mercado de capitais.

Autor(es)	Título do Estudo	Data Publicação
CARVALHO, E. L.	A Relação entre o EVA® (Economic Value Added) e o Valor das Ações na Bolsa de Valores de São Paulo.	1999
MORAES, R. de O.	Regressão Linear: uma ferramenta na evidenciação dos impactos tributários nas demonstrações contábeis	1999
PORTELLA, G. R.	Modelos de Avaliação de Empresas Baseadas em Demonstrações Financeiras e A Importância Relativa do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado	2000
RIBEIRO NETO, R.M. e FAMÁ, R.	O impacto da Nova Lei das Sociedades Anônimas	2001
CARVALHO, L.N.G. e MÁRIO, P.C.	A Relevância da Informação Contábil: A Correção Monetária de Balanços e sua Correlação com o Preço das Ações – Uma Incursão Exploratória	2001
LOPES, A. B.	The Value Relevance of Earnings and Book Values in Brazil: Old versus New Economy	2002
LOPES, A. B.	The Value Relevance of Brazilian Accounting Numbers: an Empirical Investigation	2002
SARLO NETO, A. e LOPES, A. B.	O Impacto da Regulamentação sobre a Relação entre Lucro e Retorno das Ações das Empresas dos Setores Elétrico e Financeiro no Brasil	2002
LOUZADA, L.C.; SANTANNA, D. P. e TEIXEIRA, A.J.C.	A Relação entre Market-to-Book Equity e Lucros Anormais no Mercado de Capitais no Brasil	2003
LOPES, A. B. e TEIXEIRA, A.J.C.	Valuation Properties of Accounting Numbers in Brazil.	2003

¹³ SARLO NETO, 2004, p. 63.

FREIRE, H. V. de L. e LIMA, I. S.	O Comportamento dos Dividendos versus Lucros Anormais.	2003
SARLO NETO, A; LOSS, L.; NOSSA, V. e TEIXEIRA, A.	Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro.	2003

Fonte: Transcrito de Sarlo Neto¹⁴

Quadro 3: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Contabilidade)

Apesar do número crescente de trabalhos apresentados e as suas contribuições, a literatura em contabilidade ainda é bastante reduzida e incipiente. O autor salienta ainda que a ampliação e o aprofundamento do conhecimento sobre a relevância das informações contábeis para investidores só será possível com o aumento de pesquisas em mercado de capitais.

3.3. MERCADOS EMERGENTES E A INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA

Em mercados emergentes como o Brasil, o governo intervém na economia em certas ocasiões e muda radicalmente a política monetária, afetando as condições empresariais. Em função dessa política, Cardoso *et al* (2003, p. 7) consideram que “as ações de empresas brasileiras têm em diferentes níveis, sido influenciadas pelas condições econômicas de outros países emergentes”. Salientam que essa situação política pode influir no valor de mercado das ações preferenciais (AP) com efeitos adversos nos países de mercados emergentes. Essas considerações são fatores de risco relacionados ou à atividade ou a fatores de risco externo.

¹⁴ SARLO NETO, 2004, p. 68.

3.4. AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES E A QUESTÃO DO RISCO

Qualquer ação tem um valor intrínseco¹⁵ e um preço de mercado. O primeiro é atribuído em função da remuneração efetiva mais a remuneração potencial do investimento, ou seja, é a remuneração que se pode considerar praticamente certa. A remuneração efetiva é baseada no comportamento histórico do desempenho da empresa. A remuneração potencial depende mais dos eventos que podem ocorrer no futuro (conjuntura econômica, inflação, desempenho econômico, etc.) do que do passado.

O preço de mercado depende da decisão dos investidores que embora considerem as perspectivas da empresa, entretanto podem errar nas suas estimativas. Isso faz com que esse preço nem sempre seja igual ao valor intrínseco.

A consideração das perspectivas e dos eventos que podem ocorrer no futuro vai ao alcance da liquidez já que esta depende do comportamento do mercado e da performance da ação nele. O que o investidor espera é obter um ganho proveniente do emprego do capital na compra de ações e a sua lucratividade.

A análise do passado e do presente dá-nos uma perspectiva da evolução futura, se mostra tendência de estagnação, declínio e pode indicar oportunidades quanto a essa lucratividade.

Outro fator considerado é a existência do risco em todos os mercados, sendo impossível qualquer decisão tomada ser considerada como a decisão certa. Sem

¹⁵ A *análise fundamentalista* adota a hipótese da existência do valor intrínseco. Ou seja, cada ação possui um valor a partir dos resultados apurados pela empresa emitente. O estudo dessa análise se baseia no desempenho econômico e financeiro da empresa, e em outros processos de análise mais sofisticados. Veja Assaf Neto (2001, p.237).

desprezar todas as teorias, modelos econométricos, estatísticos e práticas do mundo financeiro são usados para a redução do risco. (NUNES e HAIGH, 2003).

Aos ativos são impostos riscos do sistema econômico, político e social. É o risco sistêmico que pode afetar isoladamente uma empresa ou o subsistema no qual a empresa está inserida.

Dessa forma, o risco é representado da seguinte forma:

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco não Sistemático}$$

Na década de 70 após as transformações no mercado financeiro e na economia, as análises de risco foram intensificadas mais precisamente com aplicação dos estudos de Markowitz originados na década de 50. Tais análises se deram após o rompimento do acordo Bretton Woods e a queda do mercado de ações em 1964. (CARDOSO *et al*, 2003, p. 1).

3.5. HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DOS MERCADOS

A observação da perfeição dos mercados parece ser um motivador constante de estudos. Um mercado de capitais é dito eficiente se ele reflete integralmente a qualquer tempo todas as informações disponíveis, relevantes na determinação do preço dos ativos. (MALKIEL *apud* LOPES, 2002).

Famá e Meller (1999, p. 8) analisando teorias sobre estrutura de capital posicionam que não se chegou a uma conclusão sobre a eficiência e perfeição dos mercados:

Não se sabe se os mercados são realmente "Eficientes" e "Perfeitos". Alguns estudos desenvolvidos nos EUA em décadas passadas parecem demonstrar que sim. Outros que se seguiram a esses parecem apontar em outra direção, principalmente dadas às condições dos últimos 10 ou 15 anos¹⁶. (FAMA e MELLER, 1999, p. 8).

Diante dessas observações, a discussão também parte para o contexto da validade das pesquisas nas condições do mercado em cada época, bem como, o modelo econômico da cada país ou continente. Hoje, mais recentemente as diferenças entre países dentro dos blocos econômicos.

Ainda na década de 70, Fama em seu artigo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* analisa a *Efficient Markets Hypothesis – HME*, ou Hipótese de Eficiência dos Mercados, analisa a eficiência dos mercados.

A divulgação das informações para a eficiência do mercado no sentido conceituado por Eugene Fama *apud* Cardoso *et al* (2003, p. 4) possui um grau de importância no qual:

[...] as firmas podem tomar decisões de produção e investimento, e investidores podem escolher entre ações que representam propriedade de firmas sob a assunção de que os preços das ações refletem integralmente, a qualquer tempo, todas as informações disponíveis. Um mercado no qual os preços sempre refletem informações disponíveis é chamado de eficiente. (FAMA, 1970, p.38).

No mercado, de acordo com O'Hara (1999, p. 153) os preços não se ajustam imediatamente às informações novas, salientando que:

[...] este ajuste de preços não é imediato. Devido ao fato de que os preços são valores esperados condicionais, o preço a cada ponto reflete toda a informação pública disponível, mas não necessariamente toda a informação privada. Conseqüentemente, até que os preços se ajustem ao valor que reflete as novas informações, traders informados obtém um retorno por suas informações e os preços atingem somente a eficiência semiforte.

Entretanto, O'Hara *apud* Cardoso *et al* (2003, p. 4) cita ainda que: "quão bem e quão rapidamente um mercado agrega e incorpora informações aos preços deve

¹⁶ Os trabalhos de Fama, E. e French, K. desenvolvidos a partir de 1992 abordam essas questões.

ser seguramente um objetivo fundamental do desenho de um mercado”. (O’HARA, 1999, p. 270).

Isto é, o mercado deveria ser desenhado para almejar a eficiência e assim pudesse atender os interesses de todos os atores nele envolvidos.

Segundo Comerlato e Soares Terra (2003, p. 1):

[...] a teoria financeira contemporânea, em um mercado eficiente o preço de uma ação deve refletir com precisão todas as informações disponíveis acerca do desempenho e das perspectivas futuras da empresa respectiva (e.g. Fama 1970, 1991, entre outros). Logo, a oferta de transparência (*disclosure*) é um elemento primordial para as companhias de capital aberto nas suas relações com investidores. A eficiência do mercado, portanto, decorre entre outros fatores de investidores preparados e bem informados.

Nos dizeres de Bruni e Famá (2003, p. 1-2) num estudo em que analisaram a hipótese de eficiência informacional dos mercados de capitais em que selecionaram uma amostra formada por *American Depositary Receipts – ADRs*, emitidos por empresas brasileiras, negociados em bolsas de valores dos Estados Unidos da América, os resultados obtidos confirmam hipótese de eficiência: “dados históricos das cotações dos ativos analisados seriam incapazes, de um modo geral, prever o seu comportamento futuro”. Concluem que na forma fraca de eficiência, os dados históricos informados ao mercado são incapazes de prever preços futuros e “as cotações são caracterizadas pela presença de ruído branco”. Sugerem que os preços são estabelecidos aleatoriamente (*random walk*), isto é, não há um padrão de comportamento com dependência linear entre dados históricos e previsão de preços.

Damodaram (1994, p. 394) ressalta que a relação preço (VM) e o valor contábil (BV), são fundamentais para os investidores. Geralmente as ações são negociadas por preços bem inferiores ao valor contábil do patrimônio. A Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente define que as variações dos preços das ações

incorporam todas as informações e expectativas sobre as empresas. Sob uma de suas formas, a semiforte, somente as informações publicamente disponíveis seriam refletidas nos preços das ações.

Sob as considerações de Gapenski (2001, p. 349) “*A forma semiforte afirma que os preços correntes de mercado refletem toda informação disponível ao público*”. No cenário, onde o mercado é eficiente na forma semiforte, as informações contábeis deveriam estar refletidas no mercado e refletidas nos preços das ações. Nessa situação deveria haver uma relação entre os valores de patrimônio o valor de mercado.

Pesquisas nessa área vêm sendo realizadas com vistas a encontrar evidências das declarações contábeis sobre o valor de mercado. Um dos trabalhos feito nessa linha de pesquisa foi feito por Ray Ball e Philip Brown, em 1968, no qual foi analisada a influência dos lucros residuais sobre os preços das ações.

Hendriksen (1999) argumenta que de alguma forma o mercado reage e se comporta como se os lucros considerassem as informações contábeis.

O mercado acionário apresenta certas características de comportamento que autores como Dyckman e Morse¹⁷ *apud* Assaf Neto (2001, p. 257) o consideram como o mais eficiente dentre a maioria dos demais mercados.

O Quadro 4 resume as formas de eficiência informacional dos mercados.

FORMA DE EFICIÊNCIA	INFORMAÇÕES RELEVANTES
Fraca	Incapacidade do mercado de prever preços futuros com base em dados históricos

¹⁷ DYCKMAN, Thomas R. MORSE, Dale. *Efficientye capital markets and accounting: a critial analysis*. 2. ed. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1990.p. 3. Veja Assaf Neto (2001, p. 257).

Semi-forte	O preço reflete toda a informação pública disponível, mas não necessariamente toda a informação privada.
Forte	O preço reflete integralmente, a qualquer tempo, todas as informações disponíveis.

Fonte: Adaptada de diversos autores

Quadro 4: Eficiência Informacional dos Mercados

3.6. CONTABILIDADE COMO INFORMAÇÃO *VERSUS* MENSURAÇÃO

O texto a seguir extraído da tese de doutoramento de Lopes (2001) reflete o papel da contabilidade como mensuração:

A análise da contabilidade dentro da perspectiva da informação ilumina a questão de como pode-se avaliar a relevância de um conjunto de informações para investidores atuando em mercados financeiros. Por outro lado, essa abordagem não preconiza como os investidores deveriam, *a priori*, orientar suas preferências. Isto é, não é apresentada uma teoria da avaliação por intermédio da qual investidores possam atribuir valor aos diferentes títulos orientando o processo de decisão. Naturalmente, esse aspecto não é deficiência da abordagem da informação uma vez que esse não propõe-se a tal. (LOPES, 2001, p. 39-40).

A informação contábil se expressa por diversos meios, um deles através das demonstrações contábeis. O aspecto da informação constitui-se no elemento essencial para propiciar revelação suficiente sobre a empresa de modo a concretização dos objetivos dos seus diversos usuários articulando dados, e técnicas que possam orientar as preferências de cada usuário na avaliação da situação e do desempenho da empresa. No aspecto de valor, as informações de natureza econômica e financeira constituem-se na sua principal fonte de evidencia.

3.7. A CONTABILIDADE E A INFORMAÇÃO PARA O MERCADO DE CAPITAIS

O propósito de todo mercado de ações é proporcionar liquidez para as ações em troca da promessa de fluxos de caixa futuros, permitindo aos investidores

realizar o valor presente da renda futura a qualquer momento. (RAPPAPORT e MAUBOUSSIN, 2002, p. 45).

O maior diferencial no tratamento das informações das exigências ativas (Passivo) deve estar na espontaneidade dos gestores e tomadores de decisão das organizações, uma vez que o mercado se torna mais competitivo, exige mais: (i) tratamento qualificado e transparente deve ser dado da empresa para acionistas (*Shareholders*), investidores, instituições financeiras e credores em geral (*Stakeholders*); (ii) demonstrativos de projetos financeiros, sociais e de gestão ambiental, todos conjugando a apresentação e conteúdo de caráter decisoriais.

No mercado financeiro, os preços se movimentam com base em informações sobre a empresa. *Traders* de informação com base em notícias se antecipam as novas informações, ou logo após a divulgação de boas notícias (compra), e vendem com base nas más. Ou seja, existe uma *trade off* entre a informação e mudanças de valor.

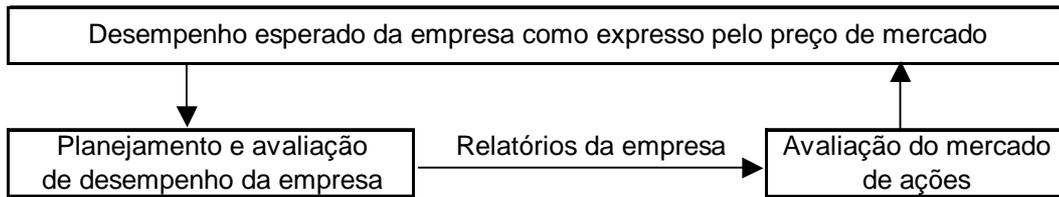
De acordo com os aspectos tratados no capítulo sobre **Hipótese de Eficiência dos Mercados**, o preço de mercado da ação pode ser o valor real, ou o preço pode desviar do valor real isto é, em função do tipo de eficiência do mercado, ou seja, o processo de avaliação por meio das informações divulgadas pode direcionar na justificativa do preço de mercado ou a estimar com razoabilidade o seu valor.

Além dos investidores, a empresa precisa atender as razões básicas da sociedade. Esta abordagem leva a uma reflexão sobre a influência para determinados tratamentos das diversas variáveis que determinam as melhores práticas na consecução da continuidade dos negócios. Como reflexo dessas

necessidades, as demonstrações financeiras devem expressar resultados em termos quantitativos e qualitativos, uma vez que o mercado de capitais fica mais exigente e as informações têm se tornado cada vez mais estratégica¹⁸, tendo em vista as constantes mudanças ambientais que requer informações cada vez mais precisas.

As empresas de capital aberto estão permanentemente monitorando e sinalizando o mercado, oferecendo informações por meio de relatórios contábeis divulgados junto aos órgãos normativos e a bolsa de valores. O mercado absorve essas informações e dimensiona as expectativas futuras. O modelo de sinalização e monitoramento entre a empresa e o mercado é feito a partir das informações oferecidas pelas empresas aos mercados por meio de relatórios publicados com informações variadas e as mais diversas formas de comunicação. Essas informações são absorvidas pelo mercado, bem como, informações de outras origens e estabelece sua visão a respeito das perspectivas futuras da empresa por meio do preço de mercado. Por sua vez, “o preço de mercado, é um sinal para as empresas sobre o nível esperado de realizações necessárias para que os acionistas obtenham as taxas de retorno requeridas sobre as ações da empresas” (RAPPAPORT, 2001, p.123). Esse processo é mostrado na Figura 2:

¹⁸ Os números contábeis de curto prazo divulgados trimestralmente oferecem novas informações e podem dirigir o preço das ações afetando o mercado, dirigindo o preço para cima ou para baixo em função dos anúncios. Para uma exposição mais profunda veja Rappaport (2001, p.93): “No entanto, o mercado não está reagindo de forma míope aos lucros por ação demonstrados”.



Fonte: Rappaport (2001, p.123)

Figura 2: A sinalização e o monitoramento entre empresas publicamente negociadas e o mercado de ações

A qualidade da informação contábil ou contábil-financeira nos dizeres de Hendriksen & Breda (1999) devem ser confiáveis e relevantes além da sua comparabilidade no tempo. Os relatórios contábeis devem seguir critérios e padrões de utilidade e abordagens.

Para Ludícibus (2000, p.23) as principais abordagens são:

- **Abordagem ética:** os usuários da informação contábil devem enxergar a contabilidade de forma não enviesada;
- **Abordagem Comportamental:** a reação dos usuários da informação contábil deve ser apropriada à forma da sua decisão;
- **Abordagem Macroeconômica:** os objetivos econômicos dependem de questões comportamentais para que os objetivos sejam atingidos;
- **Abordagem Sociológica:** no campo sociológico, os relatórios e informações contábeis deveriam atender aos fins sociais empresariais, de forma ampla e transparente;
- **Abordagem Sistêmica:** as decisões e julgamentos dos usuários da informação contábil são tomados a partir do método empregado na elaboração dos relatórios financeiros.

Os proponentes do valor justo (*fair value*) discutem que os relatórios de custo histórico distorcem decisões do investimento como segue:

Alguns comentários que podem resumir os argumentos do justo valor:

- Melhora a comparabilidade das informações;
- Fornece informações sobre os benefícios esperados dos recursos atuais aplicados;
- Reflete o efeito no desempenho da entidade, de decisões de continuidade e provimento de recursos;
- Evidencia os ganhos e perdas das mudanças de preço quando ocorrerem.

Um dos proponentes do *fair value*, o FASB defende o uso de preços baseados no valor de mercado atual para determinar os valores relatados nos informes contábil-financeiros, defendendo ainda que o não uso deste critério de avaliação pode conduzir a problemas de confiabilidade por parte dos usuários da informação contábil. Sob o ângulo do usuário externo, ressaltando o lado do investidor, tem-se como material a informação que se divulgada de forma inadequada pode induzi-lo a erros de avaliação quanto à situação presente a sua disposição e quanto a inferir sobre as tendências futuras.

Willis (2002) aborda o assunto da seguinte forma:

The FASB has said that its long-term goal is to have all financial assets and liabilities recognized in statements of financial position at their fair values rather than at amounts based on their historical cost. There are two important reasons to work toward a financial reporting system based on fair values of financial assets and liabilities.

Isso tudo nos leva a pressupor que a contabilidade tem um papel de fundamental importância na influência do valor de mercado das firmas. Os resultados evidenciados pela contabilidade podem levar informações ao mercado, e o mercado reage conforme as informações contidas no lucro. (HENDRIKSEN, 1999, p. 206).

A relação entre o sistema de gestão de informação e a contabilidade pode ser um campo de observação no mercado de capitais. A contabilidade exerce o papel de condução da informação aos intermediários financeiros – estes através de seus analistas identificam as melhores informações a serem conduzidas aos investidores que por sua vez atestam a qualidade da informação.

Estes, porém não atestam a conformidade da qualidade da informação diante dos princípios contábeis, mas são orientados a partir das informações desses analistas quanto à conjuntura econômica e a classificação de risco quanto à capacidade das empresas honrarem seus compromissos e consoante às oportunidades de retorno.

Para investidores e analistas que operam no mercado de capitais internacional, a atenção se volta para as avaliações do tratamento das transações econômicas pelas firmas em cada país. O idioma contábil, por ser uma “ciência social”, enfrenta dificuldades em ser eficaz como meio de comunicação aos esquemas normativos diferentes¹⁹. (PETERS, 2002, p. 2).

¹⁹ Nos E.U. A - USGAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles*; No Brasil – BRGAAP – *Brazilian Generally Accepted Accounting Principles*, ou Princípios Fundamentais de Contabilidade conforme preconizado pela Resolução CFC nº 750.

Basicamente, o que se acabou de verificar nesta parte do capítulo, é a visão da contabilidade (LOPES, 2001) como fornecedora de informação²⁰ aos usuários e não mais com o papel tradicional de mensuração. Isto se deve ao surgimento do *information approach* que revolucionou as ciências contábeis, antes vista sob o aspecto da tradição normativa em que passou a assumir essa abordagem da informação.

3.8. COMUNICAÇÕES FINANCEIRAS

As ações de comunicação corporativa levam em consideração a ação e o objetivo da comunicação, dentre diversos tipos de ação de comunicação corporativa (Argenti, 1996), apresenta sete ações:

- Propaganda corporativa;
- Relações com a mídia;
- Comunicações financeiras;
- Relações com empregados;
- Relações com a comunidade e filantropia corporativa;
- Relações com o governo; e
- Comunicações de crises.

No que diz respeito às comunicações financeiras:

²⁰ “A contabilidade passou a ser vista como uma fonte de informações para os usuários podendo ser analisada dentro do arcabouço econômico tradicional, e não mais como um comeu particular”. Lopes (2001, p. 88).

Os investidores do mercado de capitais sejam analistas de investimentos ou não, utilizam-se de informações provenientes das companhias de capital aberto (...), de todo o tipo de informação econômica ou política que possam afetar o desempenho das empresas analisadas, para sugerir ou decidir sobre a compra, a venda ou a manutenção de um ativo no mercado de capitais. (COMERLATO e SOARES TERRA, 2003, p. 1).

Neste sentido, os analistas e investidores do mercado de capitais são potenciais usuários das comunicações financeiras na formatação e tratamento das informações da organização para suprir o interesse de pequenos e grandes investidores. Lopes (2001, p. 16) salienta que “O mercado financeiro de uma forma geral, é um dos maiores usuários da informação por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais, bancos de investimentos, etc”.

O mercado de capitais, os investidores e a mídia especializada utilizam com habitualidade as comunicações financeiras em suas estratégia de negócios. Um dos principais responsáveis por essa prática é o relacionamento da organização com o ambiente micro e macroeconômico e sua influência no ambiente corporativo.

Os analistas além de usarem dados históricos se valem de outras informações que são úteis nas previsões de expectativas futuras.

Essas informações podem ser:

- a) Específicas da empresa, que se tornaram públicas desde os últimos relatórios divulgados;
- b) Macro econômico que podem impactar o crescimento futuro da empresa;
- c) Reveladas por concorrentes sobre expectativas futuras;

- d) Particulares; e
- e) Públicas sobre outros dados além dos lucros.

Estudos de Orichfield, Dyckmam e Lakonishok (1970) *apud* Damodaram (1997, p. 164), examinam a precisão de provisões no *Earnings Forecaster*, uma publicação da *Standard and Poor's* e comprovaram que modelos de séries cronológicas de lucros tiveram melhor desempenho que as estimativas de analistas durante quatro meses (abril a agosto), mas foram suplantados por eles entre setembro e janeiro (quatro meses). A hipótese traçada pelos autores é a de que pelo fato de existirem mais informações específicas das empresas, disponíveis aos analistas durante a última parte do ano.

Martinez (2001, p. 61) buscando confirmar o gerenciamento do resultado contábil e os efeitos dos resultados negativos e positivos na sinalização do mercado, mostra que “curiosamente”, o quarto trimestre é aquele em que a distribuição das freqüências (se utilizou testes estatísticos), se aproxima mais daquela que seria esperada como comportamento “normalizado” ao tratar do “gerenciamento” dos resultados contábeis para evitar perdas e para sustentar o desempenho recente.

Durante os anos de 1999 a 2000, os mercados internacionais sofreram três grandes abalos com reflexos no mercado brasileiro:

1. Crise Asiática que se estendeu de julho de 1997 a agosto de 1998;
2. Desvalorização do Real que durou de janeiro de 1999 a janeiro de 2000; e

3. Atentado terrorista de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos da América.

No Brasil, um destaque para o uso das informações contábeis prestadas trimestralmente tem sido de crucial importância para a captação de recursos internacionais, seja na emissão de títulos de dívida, seja na venda de participações acionárias. (MAFRA, 2001, p. 8).

O outro destaque considerado pelo autor é a citação para o trabalho de Alves (1990) no que tange ao uso das informações contábeis pelos analistas de mercado de capitais:

(...) as informações contábeis são largamente empregadas pela maioria dos analistas de mercados de capitais a despeito do consenso, que parece haver entre os estudiosos contemporâneos, de que os preços estabelecidos pelo mercado já embutem os resultados contábeis periodicamente publicados pelas empresas de capital aberto. (MAFRA, 2001, p. 8).

Logo, pode-se dizer que o mercado de capitais é movido à informação. Martinez (2001). O **ambiente brasileiro dos relatórios contábeis para as companhias abertas**, posiciona algumas especificidades ambientais quando da publicação (divulgação) dos relatórios contábeis. O autor lista, como em trabalho semelhante ao efetuado por BEAVER (1981) os agentes que influenciam os relatórios contábeis:

1.1. Os órgãos reguladores – Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Conselho Federal de Contabilidade – CFC, e Instituto Brasileiro dos Auditores Independentes – IBRACON;

1.2. Investidores – representados por pessoas físicas e por pessoas jurídicas;

- 1.3. **Gestão** – aspectos de confiança dos investidores em relação ao controle dos recursos;
- 1.4. **Auditores** – aspectos de confiabilidade e veracidade das informações para minimizar riscos dos investidores;
- 1.5. **Intermediários** – a influência dos intermediários financeiros, destacando os analistas de mercado como consultor, atentos às informações contábeis para derivar informações e recomendações sobre o preço de ações.

3.9. O VALOR DAS EMPRESAS

Muito se tem falado em agregação de valor gerado pelo potencial da empresa. O potencial da empresa não depende dos ativos desta bem como não depende dos lucros históricos.

O ativo contábil é uma representação do passado, já os lucros que a empresa sinaliza gerar são indicativos do presente, ou seja, significa que mostra condições de gerar lucros futuros. Isso nos leva a considerar que o valor da empresa está na atribuição que o mercado faz, ou seja, os investidores (mercado) apostam nela fazendo com que o futuro seja apoiado numa pequena visão do passado.

A análise de informações históricas tem sido uma constante pelos acadêmicos de finanças na busca de padrões de comportamento. Nos dizeres de Bruni e Famá:

Há muito tempo que os acadêmicos de finanças de todo o mundo têm se dedicado à análise exaustiva de dados passados de ativos financeiros à procura de padrões de comportamento dos mercados e oportunidades de lucros anormais. (BRUNI e FAMÁ 2003, p. 1).

Por outro lado, diversos pesquisadores apontam com propriedade que o valor de uma empresa equivale ao valor presente de seus fluxos futuros de caixa.

A previsão de fluxos de caixa futuros das empresas é feita a partir dos dados disponibilizados. As se afirmar que toda a informação disponível é incluída no valor de mercado das ações Goeltz (1991), conclui que: *“investors are rational and will expend the necessary time and money to analyse investment opportunities correctly”*.

Portanto, a análise correta de oportunidades de investimentos por investidores racionais, em parte são feitas a partir de dados históricos da performance da empresa por meio das informações no mercado. Essas informações também podem levar a esses investidores alguma “carga” de assimetria informacional, entre administradores e investidores que demandam essas informações.

A divulgação de lucros (DAMODARAM, 1997, p. 212) “leva informações aos mercados financeiros sobre suas perspectivas atuais e futuras”.²¹ A reação do mercado depende da magnitude da informação e o do porte dessa reação deveria depender de em quanto os lucros divulgados excedentes ou não atingem as expectativas dos investidores.

3.10. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Na análise fundamentalista, o valor real de uma empresa pode ser relacionado às características financeiras, perspectivas de crescimento, perfil de risco e geração de fluxos de caixa. A sub ou supervalorização das ações é

sinalizada em função de desvios desses valores. No processo de avaliação, diversos modelos, tais como fluxos de caixa descontados, múltiplos indicadores como, índice preço/lucro, preço/patrimônio líquido e outros, são empregados. Nessa relação de indicadores para o emprego de fundamentos, informações básicas da empresa, permitem explorar e controlar todas as variáveis identificadas que possam causar mutação no seu valor à medida que mudam as características da empresas.

Nas citações de Bueno (2000, p. 11-12) em última aplicação, a análise fundamentalista utiliza os lucros como uma das variáveis contábeis para a tomada de decisão do investidor conforme a visão de Fisher e Jordon (1995, p.510).

3.11. CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RESULTADO

As informações sobre as atividades operacionais de uma empresa ao longo de um período específico de tempo são extraídas para medir os fluxos de entrada e de saídas de recursos.

Para os diversos usuários da contabilidade o resultado da medição entre os fluxos de entrada e de saída (lucro ou prejuízo) é uma das mais importantes informações. Em grande parte das vezes, o desempenho das firmas é avaliado sob este aspecto informacional, sem, entretanto discutirmos o mérito das questões ligadas à assimetria da informação ou quanto ao tratamento de possíveis diferenças entre os resultados, a função da adoção de critérios contábeis aceitos.

Diante desse aspecto, no sentido da proposta deste trabalho, que busca a influência da informação contábil no mercado de capitais, o preço das ações tende a

²¹ Em mercados compostos por investidores racionais, os preços sempre refletiriam todas as informações relevantes – oportunidades de ganhos anormais inexisteriam (BRUNI e FAMÁ, 2003, p.

sofrer mutações influenciadas pelos resultados contábeis divulgados. Os resultados contábeis neste trabalho são vistos como uma variável que integra todo o conjunto das informações contábeis, aqui esta variável não é considerada como a única a impactar o preço das ações influenciando nos retornos desses papéis.

Ball e Brown (1968) indicam, entre outros, que os retornos contábeis são oriundos do que as informações contábeis são capazes de evidenciar.

O lucro contábil passa a ter a função de demonstrar os resultados gerados pelas atividades operacionais e utilizados para uma aproximação da determinação dos fluxos futuros de caixa. Dado o interesse dos investidores, acionistas e credores em conhecer o valor da empresa, a capacidade informacional dos lucros em transmitir para o usuário uma sinalização sobre o valor da empresa vem sendo segundo Kothari (2001) uma área próspera de pesquisa em contabilidade.

A partir do conceito da abordagem da informação a contabilidade é considerada como um meio de transmissão de informação. Sob essa abordagem, as variáveis contábeis, patrimônio líquido e resultado, possuem capacidade informacional. A Capacidade Informativa (LOPES, SARLO NETO e LOSS, 2002) corresponde ao potencial de uma variável contábil em transmitir informações que possam influenciar as expectativas dos usuários da contabilidade. Pela sua capacidade de transmitir informações sobre os níveis de atividades da empresa, as alterações apresentadas no resultado são refletidas nos preços das ações. Desta forma, as variações do resultado influenciam as atitudes dos investidores que possuem as suas expectativas refletidas nos preços das ações. Porém, as mutações do lucro contábil não mantêm simetria com as variações nos retornos das ações

(BEAVER, 1998). No resultado contábil, estão presentes diversos fatores, sejam oriundos da imposição da legislação fiscal ou de reconhecimentos de receitas e despesas. As limitações das informações contábeis também são consideradas nos demonstrativos que refletem transações passadas e não necessariamente apresentam informações não-financeiras para as decisões econômicas dos usuários.

A demonstração dos resultados gerados deveria provocar no mercado de ações frente à sua divulgação dois tipos de reação de acordo com a literatura:

Em recente estudo, Zanella e Ferreira (2003, p. 1) não encontraram resultados positivos quanto à hipótese do mercado ser surpreendido pela divulgação de resultados contábeis.

A reação do mercado pode depender do quanto sensível ele é à divulgação dos resultados.

Os seus achados foram contrários à literatura que afirma que o mercado antecipa a divulgação dos resultados das empresas. “Desta forma, a informação contábil não é capaz, sozinha, de produzir uma oscilação significativa, estatisticamente, no preço das ações da empresa”. (ZANELLA e FERREIRA, 2003, p. 3).

Quanto à afirmativa que o mercado reage com surpresa à divulgação dos resultados, Zanella e Ferreira (2003, p. 3) comentam que:

Este evento poderia ocorrer principalmente por duas situações: a) porque o mercado não compreende as demonstrações contábeis; b) porque existe assimetria de informação entre as partes. Especificamente, existem informações adicionais possíveis de serem obtidas preventivamente que não são buscadas por causa dos custos associados. Ou seja, informações adicionais passam a ser cada vez mais custosas e assim, depois de determinado ponto, os investidores/analistas optam por cessar a busca e esperar/torcer que as informações internas das empresas não venham a causar surpresa.

Os autores também não comprovaram a questão da surpresa no mercado quando a empresa capta recursos no Brasil e no exterior, independente do método contábil utilizado para processar as informações.

Em recente artigo publicado pela revista *Relação com Investidores – RI*, um estudo publicado pela *Thomson Financial Investors Relations* nos Estados Unidos tratando da divulgação das informações financeiras, apontou alguns resultados importantes para investidores, analistas *sell-side*²² e analistas *buy-side*²³. O Quadro 5 mostra o resultado dessa pesquisa.

O que os analistas consideraram mais importante na avaliação de uma companhia?			
	Companhias	<i>Sell-side</i>	<i>Buy-side</i>
Detalhamento do cálculo do lucro por ação	10,09%	7,14%	11,36%
Orientação para os modelos de projeção	51,53%	36,19%	22,73%
Informações sobre a concorrência e tendências setoriais	10,09%	44,29%	34,09%
Projeções de receitas para a companhia	12,72%	5,24%	6,82%
Margens operacionais da companhia	9,21%	1,90%	6,82%

Fonte: Thomson Financial Investor Relation

Quadro 5: Fatores mais relevantes na opinião dos analistas para a avaliação de uma companhia

²² Analistas que regularmente emitem opiniões sobre a performance de uma empresa nos mercados financeiros. São analistas contratados por corretoras e bancos de investimento.

²³ Aplicações e processos que explicam o modo como as companhias podem comprar produtos e serviços.

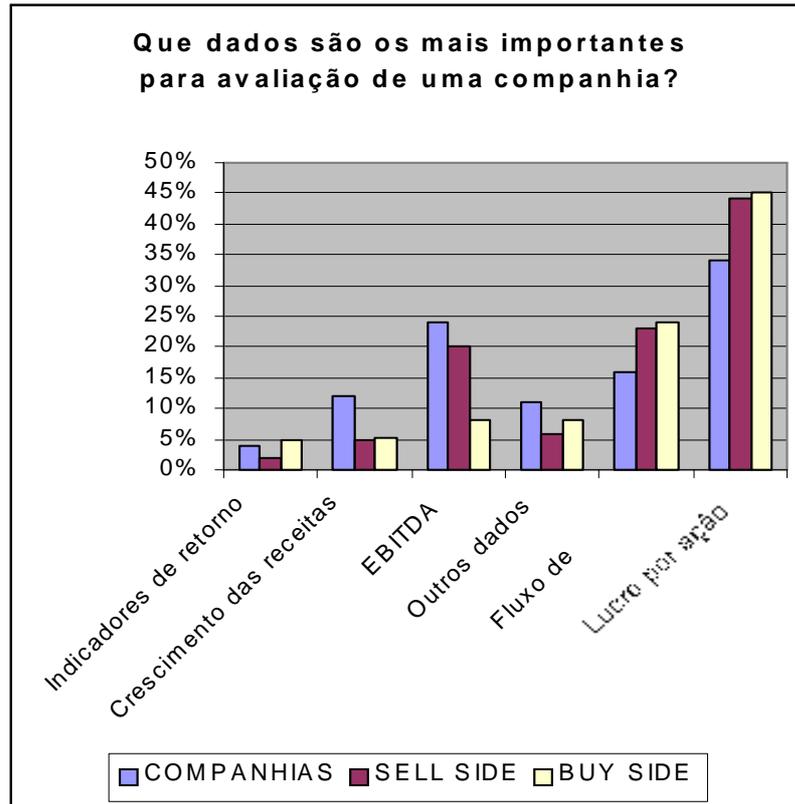


Gráfico 1: Comparativo dos dados mais relevantes para a avaliação das companhias

Os percentuais indicam a parcela de companhia, analistas *Sell-side* ou analistas *Buy-side* que escolheram cada item mencionando como o mais importante.

O trabalho apontou também outros resultados que indicam quais dados são mais importantes para avaliação de uma companhia. Esses dados são apresentados no Gráfico 1.

3.12. A IMPORTÂNCIA DO PATRIMÔNIO, SEU USO E A RELEVÂNCIA DOS NÚMEROS CONTÁBEIS

3.13. MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

O tamanho do mercado acionário brasileiro observado em abril de 2004, através do *site* da BOVESPA, estava representado por 364 companhias.

Nos últimos 12 meses – maio de 2003 a abril de 2004, se apresentava na BOVESPA 18 empresas com ações mais negociadas (empresas mais líquidas) com uma carteira de 20 ações (ON e PN).

No mesmo período, as ações mais lucrativas estavam representadas por 48 empresas.

Com relação ao novo mercado e níveis de governança corporativa o número de companhias listadas na BOVESPA se apresentava da seguinte maneira:

- 3 companhias listadas no Novo Mercado;
- 31 companhias listadas no Nível 1;
- 3 companhias listadas no Nível 2.

Este era o tamanho do mercado brasileiro, composto por 364 companhias negociadas na BOVESPA. Entretanto, uma avaliação do tamanho do mercado brasileiro pode ser comparada, por exemplo, com o número das empresas americanas na Bolsa de Nova York (NYSE). No mercado norte americano operam 1.427 empresas com freqüência nas negociações em mais de 95% dos pregões analisados. (ECONOMÁTICA, 2004).

3.14. NOVO MERCADO (NM)

O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Inspirado em parte no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação.

Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Ao lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser distinguidas como de Nível 1 ou Nível 2 dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de boa governança. São os chamados "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, e que proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

Em expressão da BOVESPA:

A adesão às “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização de seus ativos. (BOVESPA, 2004).

Partindo-se da premissa que as empresas listadas no Novo Mercado aderem a um conjunto de práticas e regras societárias, ampliando os direitos dos acionistas e a melhoria da qualidade informacional, tais práticas consideram a relevância da contabilidade como fonte de informação para o mercado de capitais.

4. PLANEJAMENTO DA PESQUISA

Dada a pretensão de se verificar o impacto entre as informações contábeis e o mercado de capitais, o trabalho de pesquisa tem como natureza uma base quantitativa. O uso de ferramentas estatísticas assume um papel importante no sentido de trabalhar os dados.

O planejamento da pesquisa, uma vez formulado o problema e as hipóteses é enfatizado pela mensuração da relação estabelecida para responder o problema por meio da abordagem positiva.

4.1. PROCEDIMENTOS TÉCNICOS

O objetivo é o de encontrar respostas às hipóteses para responder a questão-problema formulada. Na fase inicial, foi efetuado o levantamento dos dados em ambiente informatizado com o uso de micro computador, fontes documentais tais como regulamentos, leis, normas e fontes bibliográficas (literatura acadêmica), incluindo *sites de journals* e revistas especializadas. Após esta fase foi construída a série da amostra para a sua mensuração por meio do cálculo da média aritmética simples.

A escolha das empresas tratadas no trabalho foi daquelas que compõem a carteira da BOVESPA, sem, entretanto ter havido preocupação quanto aos critérios de fazerem parte da composição da carteira teórica do IBOVESPA.

Portanto, as empresas escolhidas foram consideradas adequadas ao propósito da pesquisa. Segundo Marconi & Lakatos (1996, p. 47) o pressuposto pode ser considerado como intencional ou julgado oportuno.

Segundo Gil (1996, p. 119) “para a efetiva interpretação dos dados, torna-se necessário, sobretudo, proceder à análise lógica das relações, com sólido apoio em teoria e mediante a comparação com outros estudos”.

4.2. DEFINIÇÃO DO MODELO E DO EVENTO

Como ponto de partida, o estudo foi considerado dentro do horizonte temporal a partir do plano real, com a montagem de três amostras de variação de preço das ações.

Na avaliação da influência de determinados acontecimentos no mercado financeiro o método de estudo de evento tem sido largamente usado, e ainda são usados para de acordo com Fama (1991) para proporcionar evidências sobre a eficiência de mercado, principalmente na análise de retornos diários e a data do evento pode ser determinada com precisão, como também afirma Damodaran (1997).

Para Mackinlay (1997) na pesquisa de contabilidade e de finanças, o estudo de evento tem utilidade de aplicação a assuntos diversos.

Neste trabalho, a influência da informação no mercado de capitais é determinada num período de tempo relativamente curto, porém julgado oportuno para que o mercado conheça as informações e tome as decisões, ocasionando impacto no preço das ações. Supondo racionalidade quanto ao mercado, considerou-se que o valor das transações ocorrido ao redor da data do evento, em períodos bem curtos possa evidenciar efetivamente o impacto dessas informações.

O modelo utilizado para o tratamento dos dados foi desenvolvido por este autor do a partir dos recursos do software Microsoft Excel 98.

Diante do exposto, a definição dos modelos desenvolvidos para aplicação nas três amostras foi feita para capturar o efeito da evidência da influência da divulgação das informações contábeis à reação no mercado de capitais. As definições são como seguem:

Amostra 1: composta pela variação de preços depois e antes da publicação dos demonstrativos contábeis. A amostra foi montada a partir da publicação dos

balanços trimestrais (Informações Trimestrais - ITR) disponibilizadas na internet no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Efetuuou-se o seguinte procedimento:

Encontrou-se o preço médio (d +10) nos 10 pregões imediatamente depois da data de publicação e o preço médio dos 10 pregões imediatamente anteriores a data de publicação (d -10) e a variação absoluta (calculada em módulo) entre o preço médio depois da publicação sobre e o preço médio do período anterior a data da publicação das informações da seguinte forma:

$$VP = \frac{Pm_dep_pub}{Pm_ant_pub}$$

onde,

VP = *Variação de Preço*
Pm_dep_pub = *Preço médio depois da publicação (média de preço entre d0 e d+10)*
Pm_ant_pub = *Preço médio antes da publicação (média de preço entre d-10 e d0)*

Amostra 2: composta pela variação de preços antes da publicação dos demonstrativos contábeis. A amostra foi montada a partir da publicação dos balanços trimestrais. (Informações Trimestrais – ITR) disponibilizadas na internet no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O procedimento efetuado foi o seguinte:

Encontrou-se o preço médio nos últimos 10 pregões (d - 10 ao d - 1) até a data de publicação e o preço médio nos penúltimos 10 pregões (d - 20 ao d - 11) e a variação absoluta (calculada em módulo) entre os preços médios da seguinte forma:

onde,

$$VP = \frac{Pm_ant_pub}{Pm_antp_pub}$$

<i>VP</i>	=	<i>Varição de Preço</i>
<i>Pm_ant_pub</i>	=	<i>Preço médio últimos 10 dias antes da publicação (média de preço entre d-10 e d0)</i>
<i>Pm_antp_pub</i>	=	<i>Preço médio antepenúltimos 10 dias da publicação (média de preço entre d-20 e d-11)</i>

Amostra 3: composta pela variação de preços depois da publicação dos demonstrativos contábeis. A amostra foi montada a partir da publicação dos balanços trimestrais (Informações Trimestrais – ITR) disponibilizadas na internet no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Efetuuou-se o seguinte procedimento:

Encontrou-se o preço médio entre o pregão (d + 21 ao d + 30), depois da data do evento e o preço médio dos 10 pregões anteriores, mais próximos dessa data (d + 11 ao d + 20) e a variação absoluta (calculada em módulo) entre os preços médios da seguinte forma:

$$VP = \frac{Pm_subs_pub}{Pm_seg_pub}$$

onde,

<i>VP</i>	=	<i>Varição de Preço</i>
<i>Pm_subs_pub</i>	=	<i>Preço médio últimos 10 dias subseqüentes à data da publicação (média de preço entre d+21 e d+30)</i>
<i>Pm_seg_pub</i>	=	<i>Preço médio 10 dias seguintes à data da publicação (média de preço entre d+11 e d+20)</i>

De acordo com os modelos desenvolvidos acima, espera-se que a divulgação dos demonstrativos contábeis provoque alguma sinalização e transmita alguma

informação para a formação do preço das ações negociadas na BOVESPA. Espera-se que a divulgação das informações contábeis provoque impacto no preço das ações em períodos curtos ao redor da data do evento.

Neste caso, espera-se os seguintes resultados:

Amostra 1: que o resultado apresentado nesta amostra seja superior aos resultados apresentados pelas amostras 2 e 3.

Portanto, a partir da investigação da variação dos preços médios em torno da data do evento, poder-se-á inferir que a atitude dos analistas de mercado e dos investidores é em parte baseada frente à chegada e divulgação das informações contábeis no mercado.

Na amostra 2, buscou-se examinar se a variação no preço das ações ocorreram antes da publicação das informações contábeis. No cálculo desta amostra, estima-se que à medida que se aproxima a data da divulgação das informações ao mercado à medida que vai se avançando no tempo, quanto mais próxima essa data, poderia haver maiores impactos no preço das ações.

Na amostra 3, buscou-se a investigar se, a variação de preço das ações ocorreram depois da publicação das informações contábeis. Nesta amostra, os 10 dias imediatamente seguintes à data da divulgação das informações são isolados, calculando-se, então, o impacto nos preços nos 20 dias subseqüentes a data do evento.

Nas 3 amostras buscou-se identificar se, a partir do fluxo de informações contábeis, o comportamento do mercado foi influenciado para os intervalos de eventos construídos.

Na definição do evento considerou-se:

Como dia do evento, as datas de divulgação dos demonstrativos trimestrais – ITR (dia 0), a saber:

Amostra 1: 10 pregões de negociação antes do dia do evento (do dia- 10 ao dia -1) e nos 10 pregões depois do dia do evento (do dia +1 ao dia +10);

Amostra 2: 10 pregões de negociação antes do dia do evento (do dia-10 ao dia -1) e nos 10 penúltimos pregões antes do dia do evento (do dia -20 ao dia -11);

Amostra 3: 10 pregões de negociação depois do dia do evento (do dia +11 ao dia +20) e nos 10 pregões subseqüentes depois do dia do evento (do dia +21 ao dia +30);

Trata-se de dias de negociação, incluindo, portanto, os dias de operação no mercado de capitais antes e depois da data do evento.

Na definição do evento as datas tiveram uma definição precisa. No caso da divulgação dos ITR, tanto a CVM quanto a BOVESPA tornam possível a identificação dessas datas permitindo assim, determinar a partir das informações disponíveis, o impacto da divulgação das informações contábeis sobre o preço das ações negociadas no mercado de capitais da BOVESPA.

4.3. UNIVERSO E AMOSTRA

Para testar as hipóteses descritas na **Apresentação do Problema de Pesquisa**, primeiro elaborou-se amostragem (*sample survey*) para um grupo de 5

companhias abertas com registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

A partir do teste, em seguida, trabalhou-se com 3 grupos. O primeiro grupo foi formado pelo conjunto de todas as empresas de **melhor governança** corporativa (**grupo 1**), composto por 37 empresas, a saber, 31 empresas listadas no N1, 3 empresas listadas no N2 e 3 empresas listadas no NM. Entretanto, a Natura Cosmética, não foi considerada por não apresentar negociação no período da pesquisa. Optou-se por formar este grupo, formando um único conjunto de todas as companhias de melhor governança devido ao reduzido número de empresas listadas no novo mercado (3 companhias) e no nível 2 (3 companhias), em relação ao nível 1 (31 companhias), por período.

O segundo grupo (**grupo 2**) foi formado pelo conjunto de todas as empresas com **ações mais líquidas** (ações mais negociadas) nos últimos 12 meses – maio de 2003 a abril de 2004. Neste grupo trabalhou-se com as 18 empresas.

A opção de trabalhar, neste grupo com ações de empresas de alta liquidez, evita a possibilidade de vieses, por serem “menos sujeitas à ação de especuladores e assim possam refletir o comportamento do mercado”. (BERNANDO, 2001, p. 61)

No terceiro grupo (**grupo 3**), trabalhou-se com 15 empresas selecionadas dentre as 48 empresas **mais lucrativas** listadas na BOVESPA nos últimos 12 meses – maio de 2003 a abril de 2004 .

A seleção das 15 empresas foi feita por meio da técnica de Amostragem Aleatória Simples após o dimensionamento da amostra da população de 48

empresas (N=48). Este procedimento foi feito através do Software Minitab® versão 13.2.

Em seguida, utilizou-se a função *Aleatórioentre* do software Excel® para obter o número de 15 empresas, solicitando ao software que selecionasse, aleatoriamente um número entre 1 e 48. Este procedimento foi repetido por 15 vezes para que se obtivesse a amostra de tamanho igual a 15 ($n=15$).

O tratamento dos dados para o cálculo das amostras em todos os 3 grupos seguiu a metodologia descrita no capítulo **Definição do Modelo e do Evento**.

Em todos os casos, as amostragens são de empresas obrigadas a apresentarem trimestralmente as demonstrações contábeis – ITR, a Comissão de Valores Mobiliários.

A inferência sobre a totalidade da população mediante tratamento dos dados da divulgação das ações negociadas no Brasil, foi descartada pela sua impraticabilidade, daí ter-se optado pela realização das amostragens.

Diante de tal constatação, buscou-se uma representatividade amostral do mercado brasileiro de capitais. As empresas foram consideradas por grupos específicos e em categorias relacionadas ao resultado da pesquisa. Com relação ao grupo 3 foi selecionado um número proporcional de empresas daquela categoria por meio do processo de aleatoriedade pertinente ao resultado da pesquisa.

4.4. SELEÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS

O trabalho analisou a influência da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro e diante dessa condução informacional, o impacto entre a divulgação de informações contábeis e a variação no preço das ações durante o período pós-real. A coleta dos dados nas empresas selecionadas compreendeu o período do terceiro trimestre de 1997 até o terceiro trimestre de 2003.

O tratamento dos dados mediante sua transformação em informações que pudessem ser mensuradas de acordo com o propósito deste trabalho, representou um desafio em relação à formação da base de dados e a geração de arquivos para planilhas eletrônicas, que possibilitassem o conjunto organizado e estruturado capaz de possibilitar os cálculos necessários para se chegar aos resultados esperados.

Para atender os objetivos do trabalho, foram feitas as seguintes considerações:

Data do evento: foi considerada a data do anúncio (divulgação) das demonstrações contábeis (informações contábeis), pela administração de forma pública aos acionistas, investidores e ao público interessado através do *site* da CVM.

De forma geral, a amplitude do evento é de 20 dias, com início de 10 negociações (-10) antes do evento (0) e com término de 10 negociações após (+10). Conforme pesquisas realizadas sobre intervalos relativos à divulgação das informações contábeis, verifica-se que a "(...) a maioria dos estudos é centralizada em torno da data de anúncio do evento". (DAMODARAM, 1997, p. 191).

Bezerra e Lopes (2004, p.146-147) no trabalho Lucro e Preço das Ações ressaltam que "Para avaliar se a informação contábil apresenta informação

(impacto)²⁴ nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em período de tempo próximo ao anúncio) da informação contábil ocorrem variações importantes nos preços”.

Dessa forma, para avaliar a influência da informação contábil, este autor, analisa a variação de preços dentro de um período de tempo com janela de 20 dias.

Ainda com relação à data do anúncio Beaver (1968) utilizando a “Variância dos Retornos Anormais (VRA) como mecanismo de avaliação do conteúdo informativo... esperava encontrar uma variação de preços maiores na data de anúncio dos lucros contábeis do que em outros dias. A conformação da hipótese de Beaver foi feita pela análise da VRA no período de anúncio” (BEZERRA e LOPES, 2004, p. 146-147).

Os preços de negociação com base no fechamento diário foram coletados em torno desta data para cada uma das amostras. Decidiu-se coletar os dados em intervalos de 10 dias antes e 10 dias depois da divulgação das informações contábeis em torno do evento²⁵ de acordo com as janelas abaixo:



²⁴ Grifo acrescentado por este autor.

²⁵ (...) quanto mais precisamente, mais provável a utilização de intervalos de retornos mais curtos e por quão rapidamente a informação é refletida nos preços (quanto mais rápido o ajuste menor deve ser o intervalo do retorno). Em segundo, o analista tem que determinar quantos períodos de retornos antes e depois da data de anúncio serão considerados como parte da “janela do evento”. Isto também



Fonte: Adaptada por este autor
Figura 3: Janela do evento

Assim, todas as datas de divulgação das ITR foram levantadas, compreendendo o período a partir do terceiro trimestre de 1997 e o quarto trimestre de 2003, de forma a ordenar a estruturação das janelas do evento.

Preço dos Ativos: considerou-se os preços observados para o ativo nos dias da amostra (dias úteis) da janela do evento observado.

Índice de Mercado: não há consideração do IBOVESPA, ou outro índice divulgado.

Dados Pesquisados: estão em moeda nacional (Real), calculado pela Legislação Societária (LS) de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

Critério de Seleção: como o resultado do trabalho é a verificação da influência das informações contábeis divulgadas mediante a observação da variação no preço das ações, antes e após a divulgação, considerou-se todas as datas das divulgações durante o período da pesquisa, pois espera-se que em havendo

será determinado pela precisão da data do evento, pois datas mais imprecisas exigirão janelas mais longas. (DAMODARAN, 1997, p. 191).

divulgação, o mercado pudesse reagir frente a esta premissa. Portanto, a análise foi feita para todos os períodos em que houve divulgação das informações contábeis.

MacKinly (1997) ao tratar de “foco de estudo”, salienta que, em face da disponibilidade de dados, pode haver restrições quando da inclusão destes, podendo, portanto, ocasionar vieses na fase de coleta e seleção da amostra para o estudo.

Os dados foram tabulados em planilha eletrônica Microsoft Excel® e o tratamento estatístico no pacote estatístico Minitab® 13 versão for Windows.

Foram coletados dados de divulgação dos balanços trimestrais na CVM e dados dos retornos diários das empresas, na Economática.

As fontes primárias de dados das empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) foram os bancos de dados da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e da Economática. Porém, como parte dos dados foi coletada em banco de dados de empresas prestadoras de serviços, estes podem ser considerados como dados secundários.

As empresas foram selecionadas da seguinte forma:

Primeiramente foram selecionadas segundo as classificações adotadas pela BOVESPA.

Após a seleção das empresas partiu-se para o levantamento das datas da divulgação.

Data da Divulgação: foi considerada a data em que as demonstrações contábeis foram disponibilizadas por meio das informações contábeis trimestrais -

ITR, pela administração das empresas de forma pública aos acionistas, investidores e ao público interessado no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e no site da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

Os dados da série de cotações de fechamento dos pregões das empresas pesquisadas foram extraídos do banco de dados da Economática, empresa especializada em informações financeiras e contábeis para o mercado de capitais,

Algumas companhias só disponibilizaram suas informações fora das datas determinadas pela CVM. Pode ser pela expectativa de boas projeções tais como: recuperação de prejuízos e divulgação de eventos relevantes. Ainda assim, essas informações foram consideradas nas respectivas datas de divulgação (julgadas válidas para este trabalho). Partiu-se da premissa que mesmo em termos de alteração de datas da divulgação o mercado fica na espera de tais divulgações, o que pode provocar alterações nas expectativas anteriores ao evento, mudando de expectativa quanto aos fatos esperados, correspondendo ou não às informações anteriormente esperadas.

O Quadro 6 mostra a seqüência de seleção dos dados da amostra.

SELEÇÃO DOS DADOS DA AMOSTRA				
BOVESPA	CVM	ECONOMÁTICA	TESTE EMPÍRICO	ESTATÍSTICA
SELEÇÃO DAS EMPRESAS	ITR	COTAÇÕES	ESTUDO DE EVENTO	DESCRIPTIVA E INFERÊNCIA
EMPRESAS NEGOCIADAS NA BOVESPA	4 TRIM	DADOS DE	ESTUDO DOS IMPACTOS DE EVENTOS ECONÔMICOS OU FINANCEIROS NO COMPORTAMENTO DO MERCADO DE TÍTULOS	MEDIDAS ESTATÍSTICAS
	x	JAN. / 1986		MÉDIA
	6 ANOS	ATÉ		MEDIANA
	x	FEV. / 2004		DESVIO PADRÃO
	73 CIAS			HISTOGRAMA
	x			BOX-PLOT
	3 AMOSTRAS	PREÇO DAS AÇÕES FECHAMENTO DOS PREGÕES	OBJETIVO: IDENTIFICAR A PARTIR DO FLUXO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS O COMPORTAMENTO DO MERCADO, ANTES E DEPOIS DA DIVULGAÇÃO E A INFLUÊNCIA DESSE EVENTO (DATA DA DIVULGAÇÃO DAS ITR) - DATA DA DISPONIBILIZAÇÃO AO MERCADO	TESTE DE NORMALIDADE
	x	E		TESTES DE DIFERENÇA DE MÉDIAS ENTRE PERÍODOS (ANTES E APÓS A DIVULGAÇÃO)
	22 EVENTOS	ÍNDICE DE MERCADO PREÇO / LUCRO		
	38.544 EVENTOS			PARA:
		AMOSTRA 1 (Pded_pub / Pant_pub) = %		AMOSTRA 1
		AMOSTRA 2 (Pult_pub / Ppenul-pub) = %	PERÍODO DO EVENTO:	AMOSTRA 2
		AMOSTRA 3 (Pseg_pub / Psubseq_pub) = %	DEFINIR O PERÍODO PRÉ-EVENTO E PÓS-EVENTO (INTERVALO DE TEMPO)	AMOSTRA 3
	CONSULTA DATA DE ENTREGA DAS ITRs À CVM E BOVESPA	TESTE ESPECÍFICO		
		PUBLICAÇÕES DAS DFs ANUAIS - ANO FISCAL		

Quadro 6: Seqüência de seleção dos dados da amostra

O cálculo de média (média aritmética) das cotações de fechamento das ações é um procedimento que visa diminuir distorções nos resultados dos testes do conjunto de dados selecionado – valor típico para descrever o conjunto das cotações.

Decidiu-se restringir o período de análise para o período compreendido pelo horizonte Pós-Real (do terceiro trimestre de 1997 até dezembro de 2003), considerado de relativa estabilidade econômica, pois a instabilidade monetária e as distorções causadas pela inflação, no período anterior e até o ano de 1995 desencorajam a utilização de dados mais antigos. Um outro fator considerado foi quanto à divulgação das Informações Trimestrais – ITR disponíveis na CMV, em maior volume após o terceiro trimestre de 1997.

As companhias foram estratificadas e agrupadas de acordo com os níveis de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC adotadas pela BOVESPA.

No mercado brasileiro, o índice BOVESPA (IBOVESPA), é usado como *Proxy* para a carteira de mercado. Este índice é composto pelas ações com maior volume de negociações (liquidez) na BOVESPA e não pelo valor de mercado de cada ação. O IBOVESPA fornece uma referência para o desempenho de uma carteira diversificada de ações na Bolsa de São Paulo.

O critério de amostragem adotado também teve por objetivo extrair um conjunto de empresas que refletisse valor mediante sua capacidade informativa, pois considerou-se que a classificação das companhias nos níveis de governança corporativa é premissa básica de que a “valorização e liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas”. (BOVESPA, 2004).

As instituições financeiras, listadas na BOVESPA foram consideradas na amostra juntamente com as empresas dos outros setores econômicos, uma vez que o trabalho buscou identificar a influência da divulgação da informação para o mercado, não importando o requerimento da constituição de um capital mínimo por parte dos bancos, de forma a minimizar os riscos de insolvência das atividades bancárias²⁶.

²⁶ O Comitê da Basileia para Supervisão Bancária aprovou em 1988 o documento *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* - o Acordo de Capital da Basileia - o qual propunha um conjunto mínimo de diretrizes para o cálculo de adequação de capital em bancos. Apesar de suas recomendações não possuírem força legal, os membros do Comitê regulamentaram

Considerou-se relevante conhecer a influência da informação gerada pelo setor financeiro frente ao mercado de capitais em conjunto com as demais empresas dos setores não financeiros.

5. ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo apresenta os resultados dos testes das evidências empíricas relacionados aos capítulos anteriores.

Num primeiro momento serão feitas considerações sobre os resultados encontrados das empresas do primeiro grupo, em seguida com as empresas do segundo grupo, para então comentar sobre o resultado apresentado pelas empresas do terceiro grupo.

as medidas em seus respectivos países no ano de 1992. (Duarte Junior e Furigo Lélis, Alocação de Capital em Bancos no Brasil).

Tabela 1 – Variação Média Absoluta (Grupo 1)

Variação Média Absoluta - Melhor Governança					
empresa	ação	nível	grupo 2		
			Variação Média Absoluta		
			amostra 1	amostra 2	amostra 3
Aracruz	PN	N1	5,51	5,37	7,93
Bradesco	PN	N1	5,91	4,48	4,97
Marcopolo	PN	N2	3,01	3,13	2,52
CCR	ON	NM	2,57	1,93	0,97
Rossi	ON	N1	4,70	6,72	7,86
Sadia	PN	N1	7,70	6,25	4,06
Alpargatas	PN	N1	6,74	4,34	3,05
Bradespar	PN	N1	3,23	4,92	3,51
Brasil Telecom	PN	N1	4,44	6,48	4,80
Brasil Telecom	PN	N1	4,32	4,55	3,85
Braskem	PN	N1	7,01	5,20	8,83
Cedro Cach	PN	N1	0,05	0,17	0,00
Celesc	PN	N2	6,06	5,32	4,04
Cemig	PN	N1	3,86	3,51	4,56
Cia. Hering	PN	N1	13,54	10,20	6,35
Confab	PN	N1	6,73	5,95	5,82
CVRD	PN	N1	4,55	4,28	3,89
Gerdau S.A	PN	N1	5,13	4,15	6,91
ItaUBanco	PN	N1	2,75	3,17	3,11
ITAUSA	PN	N1	3,67	4,74	3,51
Klabin	PN	N1	5,90	3,71	5,79
Mangels	PN	N1	7,88	6,63	4,11
Gerdau Metal	PN	M1	6,21	4,07	6,51
NET	PN	N2	14,42	8,98	11,50
Pão de Açúcar-CBD	PN	N1	9,49	6,29	4,61
Perdigão	PN	N1	6,43	6,06	5,27
Randon	PN	N1	6,22	8,47	3,24
Ripasa	PN	N1	6,32	6,08	4,06
SABESP	ON	NM	6,22	8,18	5,85
Suzano	PN	N1	5,53	4,99	4,50
Trams. Paulista	PN	N1	10,29	5,39	4,34
WEG S.A	PN	N1	5,39	3,01	3,31
Unibanco Hlds	ON	N1	1,44	2,73	4,20
Unibanco S.A	PN	N1	4,93	3,45	5,65
Alim Vigor	PN	N1	5,51	4,35	3,26
Votorantim	PN	N1	5,71	5,07	6,79
Média Geral			5,82	5,06	4,82

Tabela 2 - Variação Média Absoluta (Grupo 2)

Variação Média Absoluta - Ações mais Negociadas					
empresa	ação	nível	grupo 2		
			Variação Média Absoluta		
			amostra 1	amostra 2	amostra 3

Tabela 3 - Variação Média Absoluta (Grupo 3)

Variação Média Absoluta - Ações mais Lucrativas					
grupo 3					
Variação Média Absoluta					
empresa	ação	nível	amostra 1	amostra 2	amostra 3
Caemi	PN CMET4		4,73	8,90	5,60
CPFL Piratin	PN CPFG4		6,81	6,12	6,12
Gerdau	ON GGBR3	N1	3,13	3,44	3,81
Bunge Brasil	PN MSAN4		5,64	5,29	3,65
Ideiasnet	ON IDNT3		6,28	5,47	4,20

As Tabelas 1, 2 e 3 permitem uma visão dos resultados dos testes, considerando as variações absolutas (calculadas em módulo) do tratamento dos dados.

O resultado das médias aritméticas calculadas em módulo das empresas selecionadas para a pesquisa demonstra que os números apresentados pela amostra 1 mostram tendência da existência de sinalização que pode ser expressiva, ou seja, mostram tendência a explicar o retorno das ações nas 10 últimas negociações de fechamento depois do anúncio de divulgação em relação as 10 últimas negociações anteriores à data do anúncio de divulgação no mercado de capitais.

Os resultados apresentados (médias de preços) referem-se a média das médias dos valores absolutos.

É possível registrar o maior percentual de aderência para as negociações ocorridas entre os períodos imediatamente posteriores e imediatamente anteriores à data do evento conforme os resultados apresentados em todas as amostras 1 dos 3 grupos.

Por se tratar uma medida de posicionamento (distância), as médias de preços calculadas em módulo, serviram para verificar se os retornos com base no fechamento das negociações sofreram impacto, influenciados pela chegada das informações contábeis no mercado.

A hipótese formulada (H_0) formulada é que existe influência da informação contábil com impacto na formação de preço das ações. O impacto dessa informação ocorre entre a data da divulgação das informações contábeis obrigatórias sobre os preços das ações negociadas na BOVESPA.

O tema relevante é a chegada da informação contábil e o seu impacto no mercado de capital brasileiro.

Pode-se concluir que as informações contábeis no mercado brasileiro têm aderência e influenciam o mercado de capitais da BOVESPA em curtos períodos em torno da data do evento.

Os resultados das primeiras hipóteses, já haviam sido constatados por alguns pesquisadores para o mercado brasileiro que se dedicam ao estudo da influencia da contabilidade e o mercado de capitais, como Lopes (2001) e Bernardo (2001).

Nesta parte da pesquisa, antes do desenvolvimento da inferência estatística com o emprego da metodologia do teste de hipóteses, optou-se por desenvolver uma análise estatística descritiva dos dados da seguinte maneira:

- Medidas estatísticas: média, mediana e desvio padrão;
- Histograma e Box-Plot, construídos no software Statistica® versão 6;

- Gráficos de probabilidade Normal (Teste de Normalidade), construídos no software Minitab® versão 13.2.

Antes da aplicação do clássico procedimento paramétrico (t-student), optou-se pela construção, a partir de uma análise descritiva das estatísticas obtidas juntamente com a análise gráfica, verificar a combinação dos dados reais com as propriedades teóricas da distribuição normal, explorando os dados das amostras a partir do estudo das suas medidas descritivas (disposição de Box-plot e gráficos de probabilidade normal) para as conclusões quanto à possibilidade de que a população subjacente seja aproximadamente distribuída de forma normal.

Essas considerações, dado que o trabalho é iniciado com a distribuição de amostragem da média aritmética, as propriedades matemáticas “importantes” (LEVINE, BRENSON E STEPHAN, 2000) da média aritmética pressupõem que a população está distribuída de maneira normal, dado que conforme Levine, Berenson e Stephan, (2000, p. 252-254):

- Inexistência de viés – envolve o fato de que a média das médias aritméticas de todas as amostras possíveis (n) será igual à média aritmética da população (μ);
- Eficiência – refere-se à precisão da estatística de amostragem como meio de estimar o parâmetro da população; e
- Consistência – refere-se ao efeito do tamanho da amostra na utilidade de uma estimativa.

Portanto, as medidas descritivas resumidas (Box-plot e gráficos de probabilidade normal) mostram que não há razão para que o pressuposto de

normalidade da população subjacente ser violado em um nível elevado, podendo-se concluir que os resultados obtidos são consistentes com as premissas estabelecidas no trabalho.

Para os casos em que as variáveis (amostras) não apresentaram as pressuposições de normalidade, foi usado o teste de Mann-Whitney.

5.1. RESULTADOS EMPÍRICOS

Os resultados da análise estatística descritiva dos dados estão apresentados para cada uma das amostras nos seus respectivos grupos.

A Tabela 4 apresenta o resultado da estatística descritiva.

Tabela 4 - Apresentação das Variáveis com as Medidas Estatísticas

Tabela 4.1 – Estatísticas Descritivas – GRUPO 1

Variável	Tipo	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Amostra 1	contínua	36	0,05	14,42	5,82	5,62	2,85
Amostra 2	contínua	36	0,17	10,20	5,06	4,95	1,99
Amostra 3	contínua	36	0,00	11,50	4,82	4,42	2,15

Tabela 4.2 – Estatísticas Descritivas – GRUPO 2

Variável	Tipo	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Amostra 1	contínua	20	2,75	10,19	5,59	4,64	2,27
Amostra 2	contínua	20	3,17	8,90	4,91	4,38	1,44
Amostra 3	contínua	20	3,11	6,94	4,31	3,95	0,85

Tabela 4.3 – Estatísticas Descritivas – GRUPO 3

Variável	Tipo	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Amostra 1	contínua	15	1,06	13,84	5,83	5,64	3,14
Amostra 2	contínua	15	0,98	12,04	5,47	5,30	2,70
Amostra 3	contínua	15	0,98	8,83	4,51	4,00	1,79

Nas tabelas acima observa-se o tipo, tamanho (N), mínimo (valor mínimo da variável), máximo (valor máximo da variável), média e mediana (medidas de posição) e desvio padrão (medida de dispersão) de cada variável utilizada na análise.

Análise Descritiva

A análise descritiva da estatística é feita por meio dos histogramas e dos Box-plot para as amostras dos grupos de empresas pesquisadas.

Grupo 1

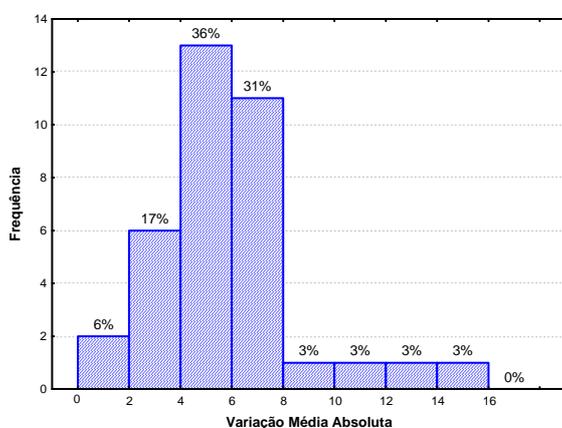


Figura 4 – Histograma – Amostra 1

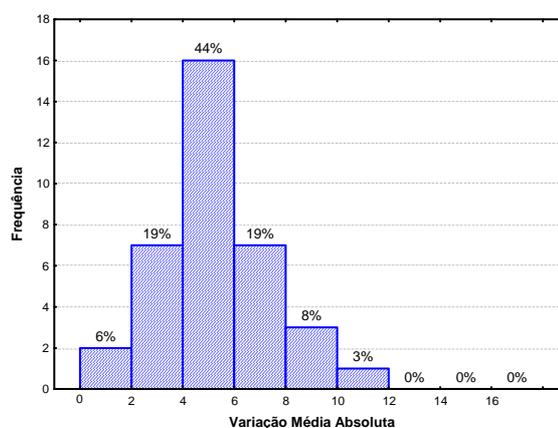


Figura 5 – Histograma – Amostra 2

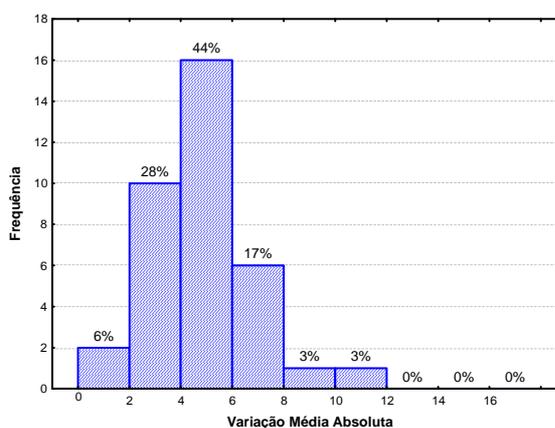


Figura 6 – Histograma – Amostra 3

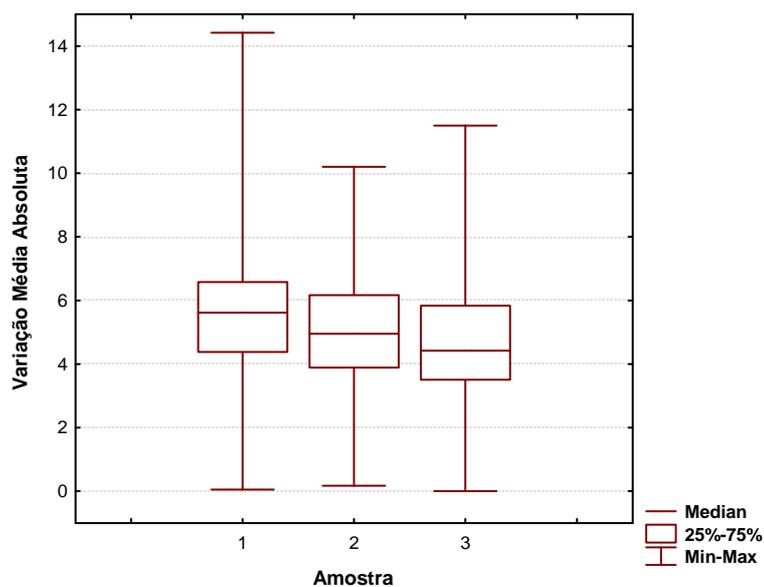


Figura 7 - Box-plot das Amostras 1, 2 e 3 - Grupo 1

Grupo 2

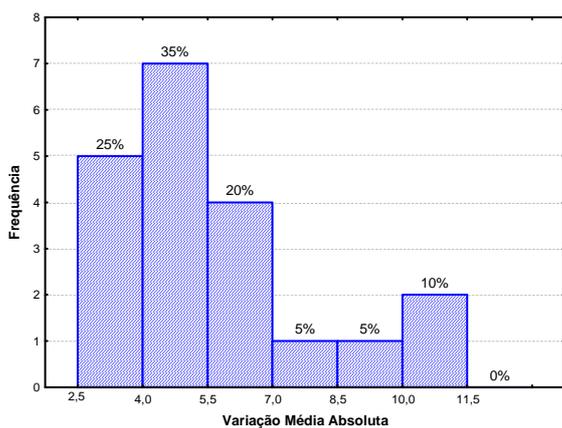


Figura 8 – Histograma – Amostra 1

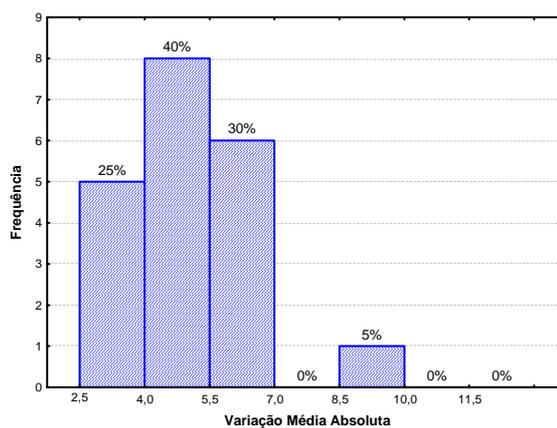


Figura 9 – Histograma – Amostra 2

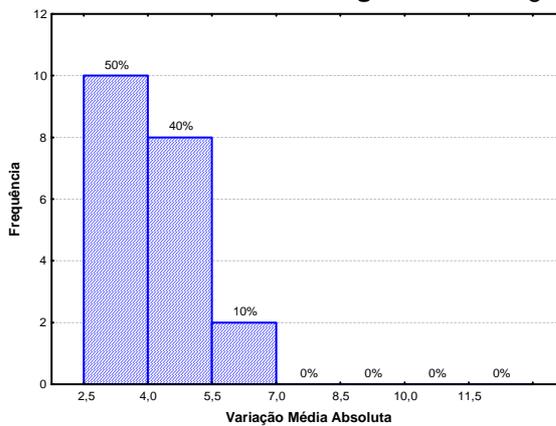


Figura 10 – Histograma – Amostra 3

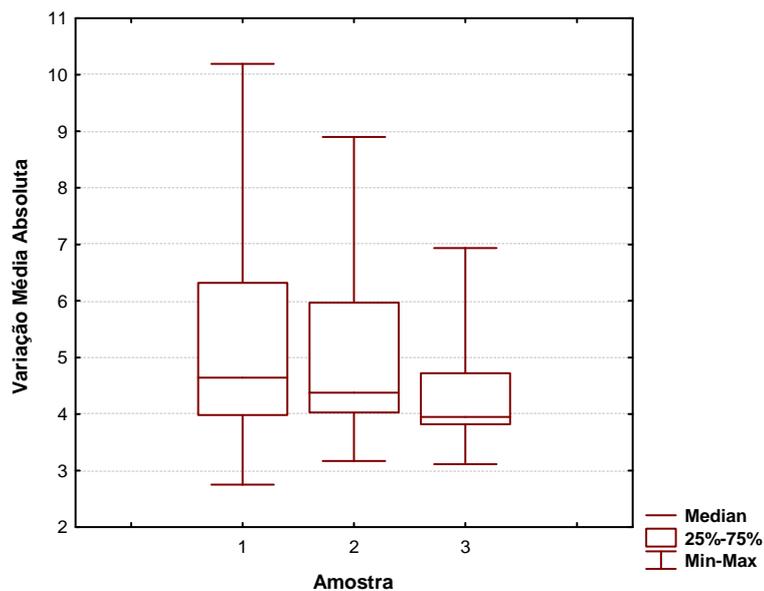


Figura 11 - Box-plot das Amostras 1, 2 e 3 - Grupo 2

Grupo 3

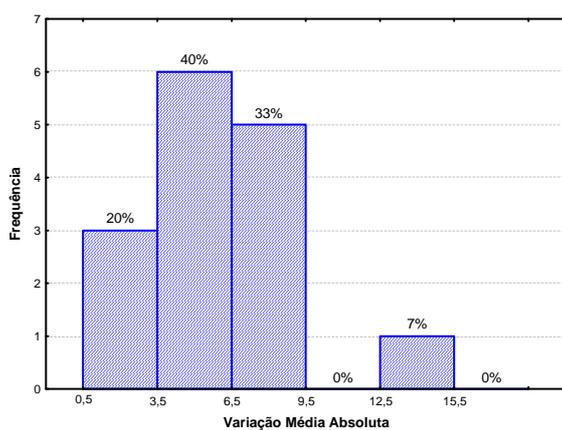


Figura 12 – Histograma – Amostra 1

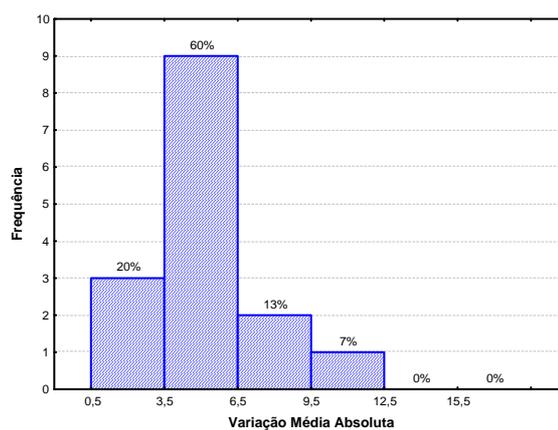


Figura 13 – Histograma – Amostra 2

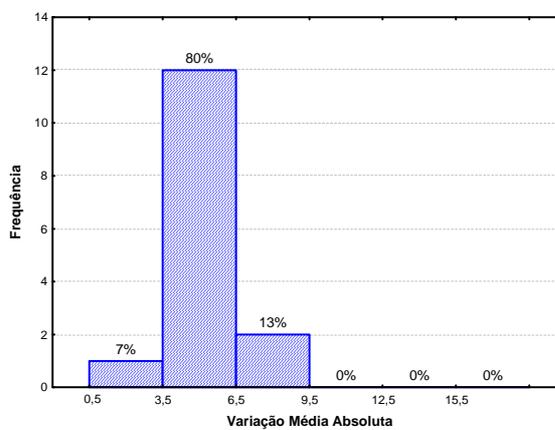


Figura 14 – Histograma – Amostra 3

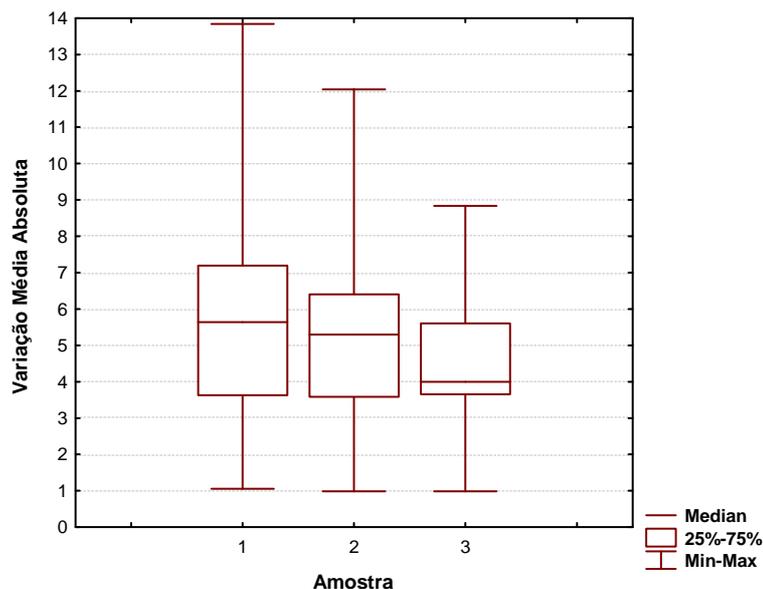


Figura 15 - Box-plot das Amostras 1, 2 e 3 – Grupo 3

A Figura 4 (Amostra 1 do Grupo 1) mostra que os dados estão distribuídos de forma assimétrica a direita (média > mediana). Em relação às demais amostras esta foi a que apresentou variações médias absolutas extremamente elevadas nos intervalos (8 / 10) com variação de 9,49, (10 / 12) com variação de 10,29, no intervalo (12 / 14) com variação de 13,54 e no intervalo (4 / 16) com variação de 14,42. Estas variações médias absolutas calculadas em módulo, extremamente elevadas foram impactadas a partir das informações contábeis publicadas. Isso permite afirmar que as informações contábeis impactaram os preços das ações e assim sendo se constituem numa fonte importante para analistas e investidores na tomada de decisão.

No grupo 1, observa-se que o valor mediano da variação média absoluta (Figura 7), da amostra 1 é maior do que o valor mediano apresentado pelas amostras 2 e 3. Observa-se tendência de haver diferenças significativas entre os valores medianos das amostras 1 e 2 e entre os valores das amostras 1 e 3. Entretanto, a observação visual da diferença entre os valores medianos das amostras 2 e 3 é pequena.

Comparando as amostras 1, 2 e 3 do grupo 2 (Figura 11), verifica-se que apesar de haver uma redução nos seus valores medianos a diferença apresentada entre os valores medianos nessas amostras é pequena. Os valores apresentados mostram evidências de haver diferenças significativas entre as amostras 1 e 3.

Através do Box-plot do grupo 3 (Figura 15), observa-se que há uma redução da variabilidade e do valor mediano da variação média absoluta na comparação entre as amostras 1, 2 e 3. As diferenças entre os valores medianos nas amostra é pequena. O valor mediano da variação média absoluta da amostra 1 é maior do que o da amostra 3, levando assim a indícios de que pode haver diferenças significativas entre estas amostras.

Conclui-se, através da representação gráfica dos dados, que existem diferenças, visualmente pequenas, entre as amostras dos grupos 1 e 2.

No grupo 3, há indícios de que há diferença significativa entre a amostra 1 e a amostra 3. A maior variabilidade é apresentada nos grupos 2, e 3, da amostra 1.

Abaixo são apresentados os resultados da estatística inferencial com a aplicação do teste de hipótese para normalidade, através do teste Ryan-Joiner (W), ao nível de significância de 5%. Através do teste de normalidade, ao nível de significância de 5%, as amostras 1 e 3 do grupo das empresas de melhor governança não apresentaram distribuição normal (Figuras 16, 17 e 18), rejeitando a hipótese da distribuição normal. No grupo das empresas mais liquidas (ações mais negociadas), as 3 amostras também não apresentaram distribuição normal (Figuras 19, 20 e 21). Com relação ao grupo das empresas mais lucrativas, as amostras 1 e 2 apresentaram distribuição normal (Figuras 22, 23 e 24).

Normal Probability Plot

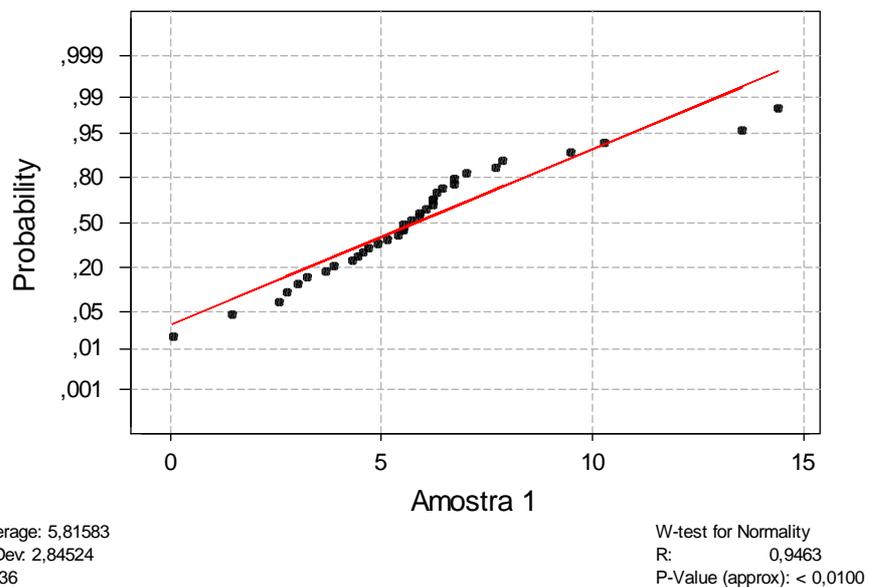


Figura 16 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas de Melhor Governança: Amostra 1

Normal Probability Plot

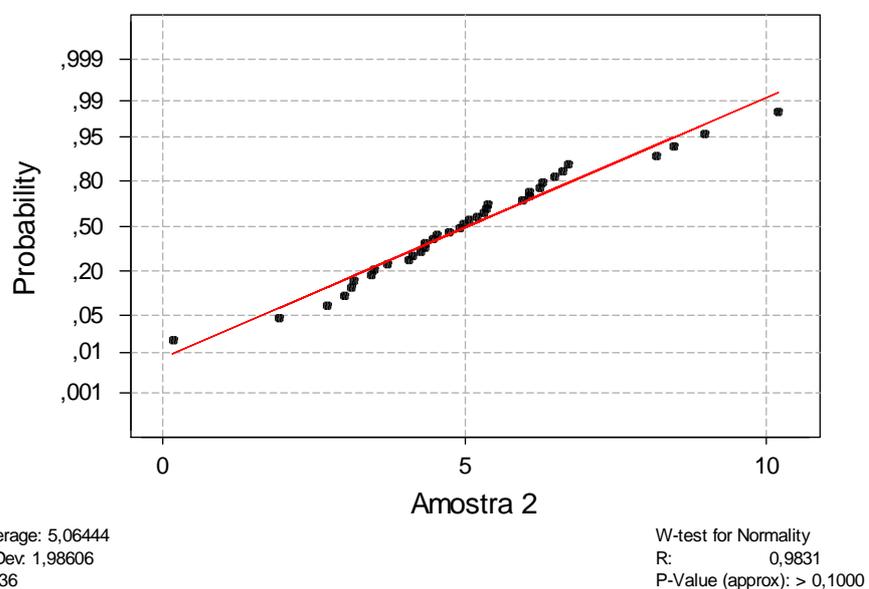
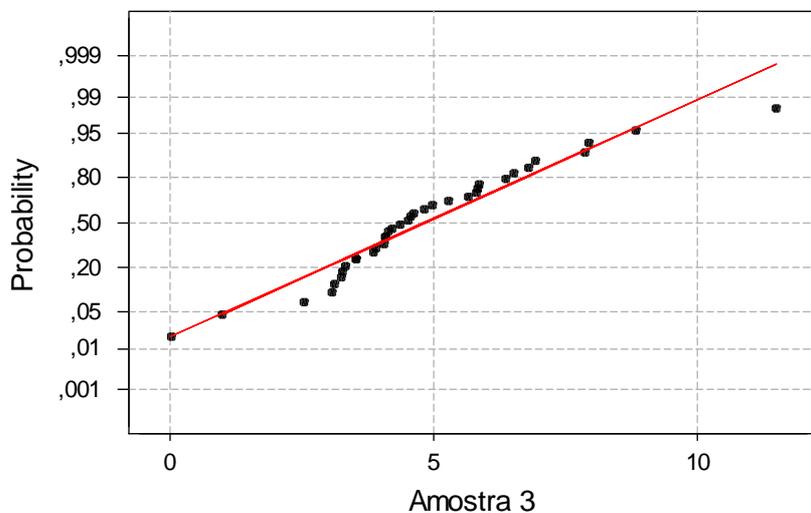


Figura 17 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas de Melhor Governança: Amostra 2

Normal Probability Plot

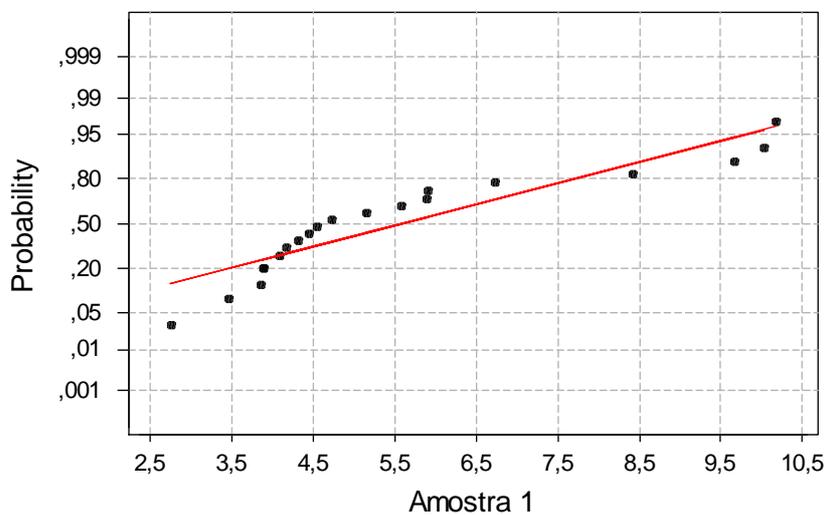


Average: 4,82028
StDev: 2,15091
N: 36

W-test for Normality
R: 0,9674
P-Value (approx): 0,0454

Figura 18 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas de melhor Governança: Amostra 3

Normal Probability Plot

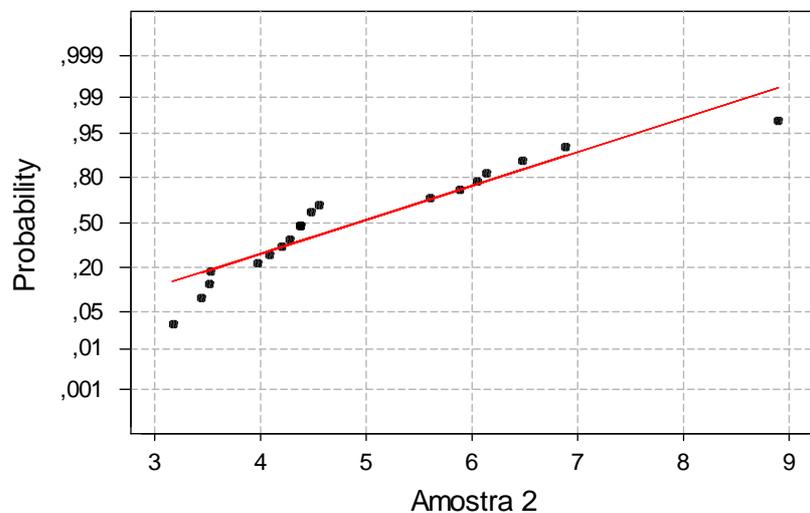


Average: 5,586
StDev: 2,27002
N: 20

W-test for Normality
R: 0,9245
P-Value (approx): < 0,0100

Figura 19 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 1

Normal Probability Plot

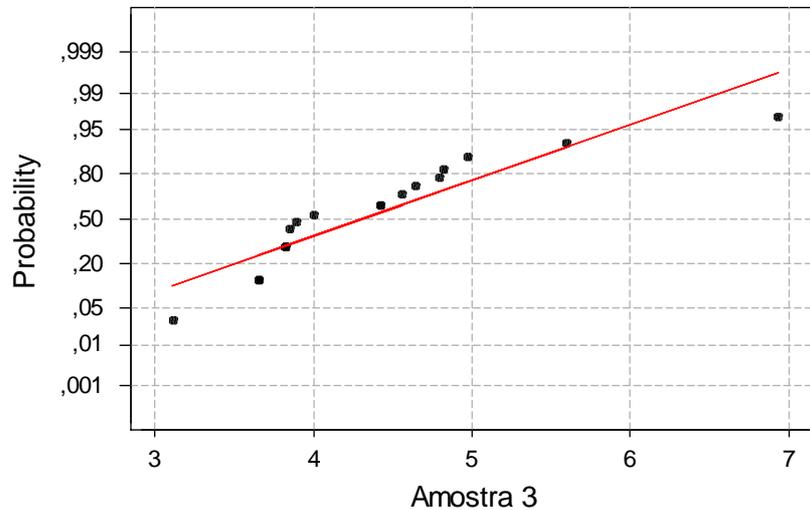


Average: 4,914
StDev: 1,43578
N: 20

W-test for Normality
R: 0,9375
P-Value (approx): 0,0260

Figura 20 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 2

Normal Probability Plot

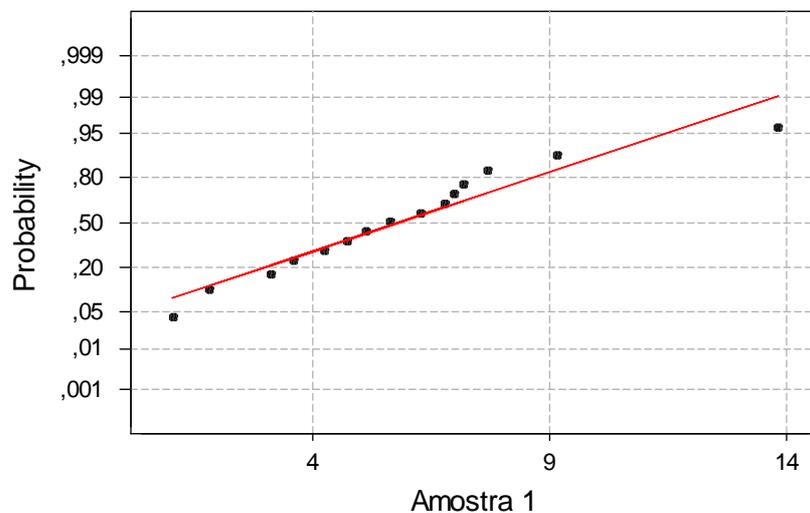


Average: 4,3125
StDev: 0,855434
N: 20

W-test for Normality
R: 0,9205
P-Value (approx): < 0,0100

Figura 21 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Líquidas: Amostra 3

Normal Probability Plot

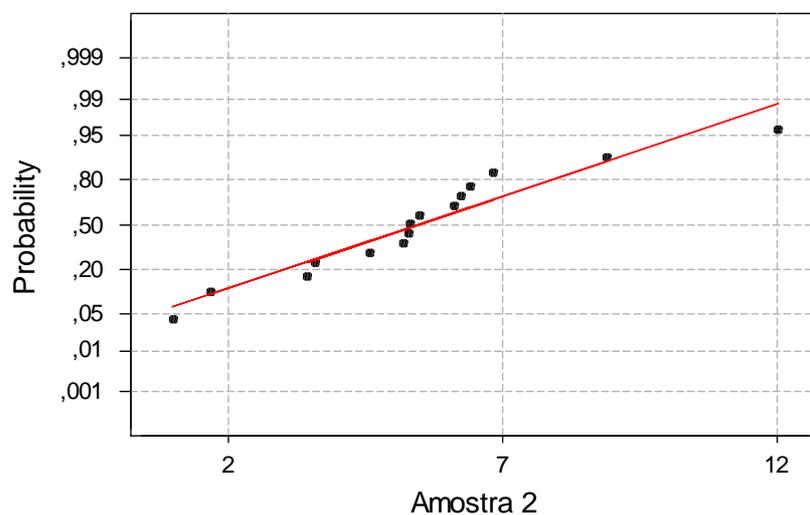


Average: 5,82667
 StDev: 3,14353
 N: 15

W-test for Normality
 R: 0,9646
 P-Value (approx): > 0,1000

Figura 22 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Lucrativas: Amostra 1

Normal Probability Plot



Average: 5,47
 StDev: 2,69858
 N: 15

W-test for Normality
 R: 0,9607
 P-Value (approx): > 0,1000

Figura 23 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Lucrativas: Amostra 2

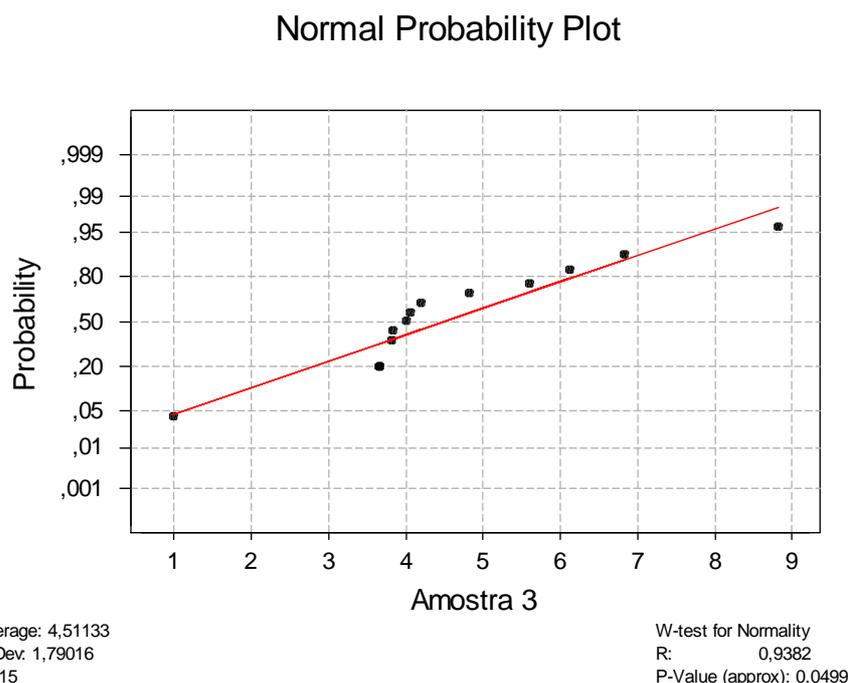


Figura 24 – Gráfico de Probabilidade Normal – Empresas mais Lucrativas: Amostra 3

Abaixo, são apresentados os procedimentos do teste de hipótese.

5.2. HIPÓTESES ESTATÍSTICAS

O teste de hipóteses se inicia com alguma teoria, demanda ou afirmativa sobre determinado parâmetro de uma população. (LEVINE, BERENSON e STEPHAN, 2000, p. 330).

É comum em diversos ramos do conhecimento, o uso de duas amostras quando se deseja observar de uma variável "e somente uma – variável". (BUENO, 2000).

Entretanto, além de conhecer se as informações se traduzem em impactos no preço das ações é conhecer a relevância da informação contábil. A resposta que se busca é se o impacto causado pela divulgação entre os 10 dias seguintes em relação aos 10 dias imediatamente anteriores, adjacentes à data da divulgação,

calculado no modelo da amostra 1 é superior aos impactos provenientes dos resultados obtidos nos modelos das amostras 2 e 3. Pretende-se ainda testar a hipótese de que o retorno apresentado na amostra 2 é igual ao retorno apresentado na amostra 3. Neste cenário a análise estatística servirá para verificar se o impacto ocorre independentemente da divulgação, isto é, antes da divulgação (amostra 2). Com relação à amostra 3, pretende-se verificar se o impacto no preço das ações ocorre após a divulgação das informações contábeis.

De modo a fazer os testes e a tornar possível a análise dos resultados, recorreu-se ao teste de significância estatística das médias. Para a análise foram utilizadas as ferramentas disponíveis no Microsoft Excel® versão 98 para o cálculo das médias aritméticas. Para o teste de significância estatística foram usadas as ferramentas do Minitab® 13, versão for Windows e do software Statistica® versão 6.

Entretanto, quando da aplicação do teste não-paramétrico de Mann-Whitney para comparação entre as variáveis (amostras), no Minitab® 13, versão for Windows o teste de hipótese foi feito com o uso da mediana. No software Statistica® versão 6, esse cálculo foi feito com o uso da média.

O emprego desses testes torna possível a verificação das hipóteses formuladas para a validação estatística das variações médias apresentadas pelas amostras.

Logo,

HIPÓTESE 1: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 2.

$H_{0,1}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_2$) x $H_{1,1}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_2$)

HIPÓTESE 2: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,2}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_3$) x $H_{1,2}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_3$)

HIPÓTESE 3: as médias de retornos apresentadas pela amostra 2 são estatisticamente iguais às apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,3}$: hipótese nula ($\mu_2 < \mu_3$) x $H_{1,3}$: hipótese alternativa ($\mu_2 \geq \mu_3$)

O *p-value* (*nível observado de significância*) também será apresentado a fim de se obter uma prova para o menor nível no qual $H_{0,1}$, $H_{0,2}$ e $H_{0,3}$ podem ser rejeitadas, isto é:

- Se o valor p for maior ou igual a α , a hipótese nula não será rejeitada.
- Se o valor p for menor do que α , a hipótese nula será rejeitada.

O que permite rejeitar as hipóteses nulas $H_{0,1}$; $H_{0,2}$ e $H_{0,3}$, dado o nível de significância do teste estatístico e portanto, determinando os valores críticos. O nível de significância ou valor p , o menor nível, no qual as hipóteses nulas podem ser rejeitadas, foi trabalhado no nível de 0,05 (Tabela 7 – Teste de Hipóteses).

Levine, Berenson e Stephan (2000) apresentam que tradicionalmente os pesquisadores em geral utilizam como adequado para subsidiar o teste de hipóteses.

"Tradicionalmente, os pesquisadores têm selecionado os níveis de α em 0,05 ou menos (...). Uma vez que o valor de α é determinado, o tamanho da região de rejeição é conhecido, tendo em vista que α é a probabilidade de rejeição da hipótese nula". (LEVINE, BERENSON e STEPHAN, 2000, p. 333).

5.3. TESTES DE HIPÓTESES

A metodologia de teste de hipótese é projetada de modo que nossa rejeição à hipótese nula se baseie em evidências a partir da amostra, e que nossa hipótese alternativa seja bem mais provável de ser verdadeira.

Resumindo, a metodologia do teste de hipótese para se chegar a uma conclusão sobre as médias aritméticas da população seguiu os seguintes passos, conforme Levine, Berenson e Stephan (1998, p. 337):

- 1- Declarou-se as hipóteses nulas, $H_{0,1}$; $H_{0,2}$ e $H_{0,3}$;
- 2- Declarou-se as hipóteses alternativas, $H_{1,1}$; $H_{1,2}$ e $H_{1,3}$;
- 3- Determinou-se o nível de significância, α ;
- 4- O tamanho da amostra, n ;
- 5- Determinou-se a técnica estatística e a correspondente estatística de teste;
- 6- Desenvolveu-se os valores críticos que dividem as regiões de rejeição e de não-rejeição;
- 7- Coletou-se os dados e calculou-se o valor da amostra da estatística;
- 8- Determinou-se se a estatística do teste se encontrava incluída na região de rejeição ou de não-rejeição;

Acompanhados da decisão estatística tomada, por meio da sua expressão em problema.

Para se verificar se há diferenças entre as médias da população, foi desenvolvido o teste de médias. Dado que enquanto o tamanho da amostra não for muito pequeno e a população não for muito assimétrica, a distribuição t oferece uma boa aproximação da distribuição de amostragem da média aritmética (...) para determinar a diferença entre média aritmética da amostra e a média μ da população μ . (LEVINE, BERENSON e STEPHAN 2000, p. 344).

Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 369-370) expõem que os testes paramétricos (como o teste t de Student) são mais robustos que os testes não-paramétricos por serem "relativamente insensíveis a ligeiras variações nos pressupostos". No que diz respeito aos critérios a serem adotados para a seleção de determinados procedimentos estatísticos se faz necessário entender os pressupostos inerentes a cada uma das técnicas do teste de hipótese.

Na inferência estatística, os resultados de uma única amostra (LEVINE, BERENSON e STEPHAN, 2000) servem para concluir sobre a população. Porém, ainda que a média aritmética da população μ se situe dentro do intervalo de confiança, não podemos determinar se está correto. Uma vez que, na prática, selecionou-se apenas uma amostra e μ é desconhecida.

Levando-se em conta as evidências da amostra para tomada de decisões sobre um parâmetro da população foram também considerados os riscos inerentes à tomada de decisões por meio da metodologia do teste de hipóteses quanto aos dois tipos de erro.

Esses tipos de erro são:

Um **erro do tipo I** ocorre se a hipótese nula H_0 for rejeitada quando de fato é verdadeira e não deveria ser rejeitada, e um **erro do tipo II** ocorre se a

hipótese nula H_0 não for rejeitada quando de fato é falsa, e deveria ser rejeitada. (LEVINE, BERENSON e STEPHAN 2000, p. 333).

Foi realizado o teste paramétrico (*t-student*), para comparação das médias de retornos ao redor de cada evento dentro das amostras e das médias de retornos entre as amostras juntamente com o teste não-paramétrico de Mann-Whitney.

A aceitação da hipótese nula H_0 , nos testes aplicados “dentro” e “entre” amostras significa que:

- Dentro das amostras

A média de preço (cotação de fechamento) dos 10 dias posteriores à data da divulgação (data do evento) dos ITR é significativa em relação à média dos 10 dias anteriores a data do evento (amostra 1).

Na amostra 2, a média de preço dos 10 últimos dias antes da data do evento é significativa em relação à média dos 10 penúltimos dias anteriores a essa data.

Na amostra 3, a média de preço dos 10 dias subseqüentes à da data do evento é significativa em relação à média dos 10 dias seguintes a essa data. Nesta amostra a média de preços é calculada após desconsiderar os 10 dias imediatamente seguintes à data do evento²⁷.

Estes resultados foram obtidos ao nível de significância de 5,0 % com a aplicação do teste *t-student*. O resultado deste teste foi aplicado nas amostras para as cinco empresas que compõem o grupo 1.

²⁷ A amostra total dos preços de fechamento é de 10 dias de tomadas de preços. Desconsiderou-se os 10 dias de fechamento imediatamente seguintes à data do evento e aproximou-se os 10 próximos em substituição a estes, portanto, é como se subdividisse um período mensal em três sub-períodos e desconsiderasse os 10 primeiros dias (d1 a d10); (d11 a d20) assumindo o primeiro sub-período, e (d21 a d30) a ser o segundo sub-período.

5.4. RESULTADO DO TESTE DE HIPÓTESES

Inicialmente, os resultados da análise estatística descritiva dos dados e da estatística inferencial – teste de hipótese para normalidade – com a aplicação do teste Ryan-Joiner (W), ao nível de significância de 5% foram apresentados no capítulo **5.1 Resultados Empíricos** para cada uma das amostras nos seus respectivos grupos:

Grupo 1: neste grupo os resultados apresentados na amostra 1 são de maior variabilidade em relação às amostras 2 e 3. Porém, mostra que as diferenças entre as médias são significativas e apesar de as medianas serem bem próximas apresentaram grande variabilidade. A amostra 1 não apresentou normalidade (teste W) ao nível de significância de 5%, portanto, não apresentando distribuição normal.

Grupo 2: as amostras apresentaram diferenças, sendo a amostra 1 foi a que apresentou maior variabilidade. O resultado da medida estatística através da mediana também se apresentou bem distante entre as amostras. Os resultados do teste W, não apresentaram significância estatística ao nível de 5% (*p-Value*).

Grupo 3: O resultado apresentado pela amostra 3 é bem diferente dos apresentados pelas amostra 1 e 2 - menor variância e menor mediana. O resultado do teste W para as 3 amostras ao nível de significância de 5% apresentaram distribuição normal, portanto aceitando a hipótese nula H_0 .

Em todos os grupos, a amostra 1 apresentou maior média de preços em relação às amostras 2 e 3. Porém mostrou também maior variabilidade (desvio padrão) em torno da média.

Na Tabela 5 estão resumidos os resultados do teste de normalidade ao nível de significância de 1%.

Tabela 5 - Teste de Normalidade: Teste de Ryan-Joiner

Variável	Estatística Teste	P-value
Grupo 1		
Amostra 1	0,9463	< 0,0100
Amostra 2	0,9831	> 0,1000
Amostra 3	0,9674	0,0454
Grupo 2		
Amostra 1	0,9246	< 0,0100
Amostra 2	0,9375	0,0260
Amostra 3	0,9205	< 0,0100
Grupo 3		
Amostra 1	0,9646	> 0,1000
Amostra 2	0,9607	> 0,1000
Amostra 3	0,9382	0,0499

Ao nível de significância de 1% o teste de normalidade não apresentou distribuição normal para a amostra 1 dos grupos 1 e 2 e para a amostra 3 do grupo 2.

O teste de significância, paramétrico e o teste de Mann-Whitney, não-paramétrico foram aplicados.

Constatou-se por meio da aplicação do teste de Levene para comparação entre variâncias, a significância estatística resultando na aceitação das hipóteses nulas $H_{0,1}$; $H_{0,2}$ e $H_{0,3}$ (variâncias iguais), ao nível de significância de 1% (Tabela 6).

Tabela 6 – Comparação de Médias: Teste de Levene

Grupos	Hipótese	Estatística Teste	p-value
Grupo 1			
Amostra 2	$H_0 : \sigma_1 = \sigma_2$	0,1186	0,7315
Amostra 3	$H_1 : \sigma_1 \neq \sigma_2$		

Grupo 3

Amostra 1	$H_0 : \sigma_1 = \sigma_2$	0,4095	0,5274
Amostra 2	$H_1 : \sigma_1 \neq \sigma_2$		
Amostra 1	$H_0 : \sigma_1 = \sigma_2$	2,6951	0,1118
Amostra 3	$H_1 : \sigma_1 \neq \sigma_2$		
Amostra 2	$H_0 : \sigma_1 = \sigma_2$	0,8656	0,3601
Amostra 3	$H_1 : \sigma_1 \neq \sigma_2$		

Quanto à verificação do impacto no preço das ações (relevância da informação contábil) ao longo das janelas em que as hipóteses foram formuladas, cabe salientar que o resultado observado pela divulgação entre os 10 dias seguintes em relação aos 10 dias imediatamente anteriores, adjacentes à data da divulgação, calculado na amostra 1 mostra impacto superior aos impactos calculados nas amostras 2 e 3.

Foram usadas as significâncias estatísticas de 1%, 5% e 10%.

- **Grupo 1:** Neste grupo, formado pelas empresas de melhor governança, a hipótese nula foi rejeitada com o emprego do teste não-paramétrico de Mann-Whatney na comparação entre as amostras 1 e 2 ao nível de significância de 10% bem como entre as amostras 1 e 3 ao nível de significância de 5%. Na comparação entre as amostras 2 e 3 aceitou-se a hipótese nula ao nível de significância de 1%, corroborando assim com as premissas estabelecidas neste trabalho.

- **Grupo 2:** Os resultados aqui apresentados resultantes da comparação das amostras 1 e 2, são de não rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 1%. Comparando a amostra 1 com a amostra 3 a hipótese nula é rejeitada ao nível de significância de 5%, e na comparação entre a amostra 2 e amostra 3, aceita-se a hipótese nula ao nível de significância de 1%. Portanto, aos níveis de significância acima comentado para esse grupo, formado pelas empresas mais líquidas apresentou resultados condizentes com as proposições do trabalho, a exceção da comparação entre a amostra 1 com a amostra 2.
- **Grupo 3:** Este grupo, formado pelas empresas mais lucrativas, apresentou não rejeição da hipótese nula ao nível de significância estatística de 5% na comparação da amostra 1 com a amostra 2. Quando comparado o resultado da amostra 1 com a amostra 3 a hipótese nula é rejeitada ao nível de significância estatística de 10%. Na comparação da amostra 2 com a amostra 3 a não rejeição de hipótese nula se dá ao nível de significância de 1%, apresentando assim resultado de acordo com as premissas estabelecidas no trabalho.

Ao testar a hipótese de igualdade, retorno da amostra 2 igual ao retorno da amostra 3, a análise estatística teve por objetivo verificar se no mercado o impacto na formação de preços é influenciado pelas informações ocorridas antes da data do anúncio independentemente da divulgação, no caso da amostra 2. Ou se o impacto da divulgação produziu efeito após a data do anúncio no período de 20 dias, fora os

10 dias imediatamente após a data do anúncio da divulgação da informação. Estes resultados estão apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 – Teste de Hipóteses

Grupos	Teste de hipótese	Hipótese	Estatística Teste	p-value
Grupo 1				
Amostra 1	Mann-whitney	$H_0 : Md_1 = Md_2$	1429	0,0986
Amostra 2		$H_1 : Md_1 > Md_2$		
Amostra 1	Mann-whitney	$H_0 : Md_1 = Md_3$	1469	0,0409
Amostra 3		$H_1 : Md_1 > Md_3$		
Amostra 2	t-Student	$H_0 : \mu_2 = \mu_3$	0,4987	0,6195
Amostra 3		$H_1 : \mu_1 \neq \mu_3$		
Grupo 2				
Amostra 1	Mann-whitney	$H_0 : Md_1 = Md_2$	433	0,2714
Amostra 2		$H_1 : Md_1 > Md_2$		
Amostra 1	Mann-whitney	$H_0 : Md_1 = Md_3$	485	0,0219
Amostra 3		$H_1 : Md_1 > Md_3$		
Amostra 2	Mann-whitney	$H_0 : \mu_2 = \mu_3$	160	0,2792
Amostra 3		$H_1 : \mu_1 \neq \mu_3$		
Grupo 3				
Amostra 1	t-Student	$H_0 : \mu_1 = \mu_2$	0,33	0,371
Amostra 2		$H_1 : \mu_1 > \mu_2$		
Amostra 1	t-Student	$H_0 : \mu_1 = \mu_3$	1,41	0,085
Amostra 3		$H_1 : \mu_1 > \mu_3$		
Amostra 2	t-Student	$H_0 : \mu_2 = \mu_3$	1,1455	0,2616
Amostra 3		$H_1 : \mu_1 \neq \mu_3$		

Dessa forma, o resultado do teste de hipóteses foi realizado ao nível de significância estatística de 5%.

Observou-se que do conjunto de 9 amostras, 5 acabaram por não rejeitar a hipótese nula, ou seja, hipótese de que a divulgação das informação contábil não conduz informação para formação do preço das ações no mercado de capitais da BOVESPA.

Grupo 1: os pares da amostra 1 e 2 e os pares da amostra 2 e 3 são consistentes com as pressuposições do trabalho. Com base nesses resultados, o efeito do impacto da divulgação das informações contábeis no mercado de capitais da BOVESPA, observou-se que:

HIPÓTESE 1: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 2.

$H_{0,1}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_2$)

$H_{1,1}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_2$)

HIPÓTESE 3: as médias de retornos apresentadas pela amostra 2 são estatisticamente iguais às apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,3}$: hipótese nula ($\mu_2 < \mu_3$)

$H_{1,3}$: hipótese alternativa ($\mu_2 \geq \mu_3$)

Grupo 2: os pares da amostra 2 e 3 são consistentes com as pressuposições do trabalho. Com base nesses resultados, o efeito do impacto da divulgação das informações contábeis no mercado de capitais da BOVESPA, observou-se que:

HIPÓTESE 1: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 2.

$H_{0,1}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_2$)

$H_{1,1}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_2$)

HIPÓTESE 3: as médias de retornos apresentadas pela amostra 2 são estatisticamente iguais às apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,3}$: hipótese nula ($\mu_2 < \mu_3$)

$H_{1,3}$: hipótese alternativa ($\mu_2 \geq \mu_3$)

Grupo 3: os pares da amostra 1 e 2 e os pares da amostra 1 e 3 são consistentes com as pressuposições do trabalho. Com base nesses resultados, o efeito do impacto da divulgação das informações contábeis no mercado de capitais da BOVESPA, observou-se que:

HIPÓTESE 1: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 2.

$H_{0,1}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_2$)

$H_{1,1}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_2$)

HIPÓTESE 2: as médias de retornos apresentadas pela amostra 1 são estatisticamente maiores que as apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,2}$: hipótese nula ($\mu_1 = \mu_3$)

$H_{1,2}$: hipótese alternativa ($\mu_1 > \mu_3$)

HIPÓTESE 3: as médias de retornos apresentadas pela amostra 2 são estatisticamente iguais às apresentadas pela amostra 3.

$H_{0,3}$: hipótese nula ($\mu_2 < \mu_3$)

$H_{1,3}$: hipótese alternativa ($\mu_2 \geq \mu_3$)

Cabe salientar ainda que, os resultados das estatísticas de teste relativos aos pares das amostras 1 e 2 do grupo 2, e os pares das amostras 1 e 2 do grupo 3 conduzem à reflexão quanto à previsibilidade do mercado, de antecipar os números contábeis, mesmo antes do anúncio ocorrer. Tal comportamento não implica necessariamente o uso privilegiado de informação ou de outras fontes de forma indiscriminada, mesmo com antecipação dos números contábeis com certa antecedência em relação aos números divulgados. Porém pode-se inferir que nos dias antes da divulgação das informações contábeis que o mercado já trabalhava com informação, supondo-se, então que por meio de algum tipo de fonte de informação.

Assim, infere-se com base no teste paramétrico *t-Student* e no teste não-paramétrico de *Mann-Whitney* que a divulgação das informações contábeis, em parte, apresentou resultado consistente com as pressuposições estabelecidas no trabalho e conseqüentemente conduzem poder informacional para o preço das ações. O resultado foi consistente para 78% das hipóteses testadas no período compreendido entre o terceiro trimestre de 1997 e dezembro de 2003.

6. VISÃO GERAL, CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS E LIMITAÇÕES DO TRABALHO

6.1. VISÃO GERAL

Ao longo deste trabalho, buscou-se evidências da influência da divulgação das informações contábeis obrigatórias, por meio das Informações Trimestrais (ITR), das empresas com ações negociadas no mercado brasileiro de capitais na BOVESPA e, consecutivamente se causam impacto na formação de preço dos papéis negociados ao redor da data da divulgação do ITR.

Ainda que se reconheça que existe sempre a possibilidade de erros estatísticos ao se trabalhar com estudos empíricos, a evidência é que as diversas metodologias aplicadas separadamente se complementam. Os resultados estatísticos obtidos neste trabalho são consistentes com a literatura existente. O teste da influência e impacto se dá pela relevância da informação contábil. O resultado foi consistente para 78% da amostra, estatisticamente testada. Significa que as informações contábeis possuem algum conteúdo informacional e causam impacto na formação do preço das ações. Os resultados obtidos nos três grupos mostraram que esse impacto ocorre com maior frequência nos intervalos mais próximos ao redor da data da divulgação das informações contábeis. As amostras do grupo das empresas mais negociadas (Grupo 3) foram as que apresentaram com mais intensidade essa relação. As amostras dos grupos das empresas de melhor governança (Grupo 1) e das empresas mais negociadas (Grupo 2) mostraram resultados idênticos mostrando evidência da influência da divulgação no intervalo de 10 dias ao redor da data divulgação, bem como mostrou que são iguais a influência

das informações divulgadas, a partir do décimo primeiro em relação aos 10 dias anteriores a data da divulgação.

A **Amostra 1** apresentou o resultado estatisticamente superior aos resultados apresentados pelas amostras 2 e 3. A partir da investigação da variação dos preços médios ao redor da data do evento, pode-se inferir que a atitude dos analistas de mercado e dos investidores é em parte baseada frente à chegada da divulgação das informações contábeis no mercado, num intervalo de 10 dias ao redor da data da divulgação.

A **Amostra 2** examinou que a variação no preço das ações ocorreram antes da publicação das informações contábeis. O resultado desta amostra mostrou que à medida que se aproxima a data da divulgação das informações ao mercado e, à medida que vai se avançando no tempo, quanto mais próxima essa data existe maior impacto no preço das ações.

A **Amostra 3** evidenciou que a variação de preço das ações ocorreram depois da publicação das informações contábeis. Nesta amostra, os 10 dias imediatamente seguintes à data da divulgação das informações mostrando que houve impacto nos preços nos 20 dias subseqüentes a data do evento.

Outros trabalhos realizados no mercado brasileiro sustentam as evidências obtidas nesta pesquisa, ou seja, que as informações contábeis conduzem informação útil e conseqüentemente provoca impacto no mercado brasileiro de capitais.

6.2. CONCLUSÕES

Em suma, acredita-se que os resultados do modelo aqui determinado sejam informativos, entretanto, não podem ser interpretados como verdade absoluta, devendo ser apreciado cada caso, para se chegar a conclusões definitivas a fim de determinar a sua aplicação, diante dos resultados contábeis. A presente pesquisa teve como foco principal a avaliação do impacto da informação contábil no mercado brasileiro de capitais através do teste de hipóteses para três amostras construídas em torno da data da divulgação das informações trimestrais.

Adotou-se para avaliar as diferenças entre as médias o emprego do teste de hipóteses. Os testes realizados foram: o teste paramétrico *t-Student* e o teste não-paramétrico de *Mann-Whatney*. As variáveis foram testadas nos níveis de significância estatística de 5%.

A data do evento considerada, diz respeito ao período de divulgação das informações trimestrais na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na BOVESPA. A base de dados utilizada na pesquisa comportou os impactos calculados por meio da média aritmética absoluta. Considerou-se as ações ordinárias e preferências de 68 empresas divididas em 3 grupos.

As datas específicas dos eventos referentes ao período do terceiro trimestre de 1997 até o terceiro trimestre de 2003.

Uma contribuição deste trabalho pode ter importantes implicações para diversos agentes econômicos envolvidos direta ou indiretamente com o mercado de capitais. A evidência do trabalho de que parte das informações em bases correntes fornecem subsídios para as companhias e são bases de apoio para sustentação de estudos e formação de expectativas. Em que pese, à contabilidade não captar todas as informações ambientais sejam elas de natureza quantitativa ou de natureza qualitativa, o seu uso se faz relevante para analistas e investidores no mercado de capitais.

Sob o ponto de vista do usuário externo, quanto mais a utilização das demonstrações contábeis se referir à exploração de tendências futuras, mais tenderá a aumentar o grau de segurança das estimativas envolvidas e conseqüentemente levar a melhor formação de expectativas dado um melhor nível de percepção.

Diante dos resultados do trabalho, acredita-se que o retorno médio dos títulos, em parte, pode ser atribuído à percepção de investidores e de analistas de mercado de instituições financeiras sobre a utilidade das informações contábeis das companhias abertas para a tomada de decisões. A percepção passa a ser formada tendo como um dos componentes a informação contábil, através da utilização de séries históricas de preços como indicadores para indicar a tendência favorável ou contrária a investimentos.

Cita-se algumas conclusões secundárias como resultado deste trabalho. Uma dessas conclusões diz respeito a hipótese de eficiência do mercado, assumindo que as informações influenciam e provocam impacto no mercado para os casos de

sustentação das hipóteses testadas, o que permite avaliar o tipo de eficiência informacional usada (forma semi-forte).

Por meio das evidências estatísticas apresentadas, o mercado de capitais brasileiro representado pelas amostras das empresas nos 3 grupos pesquisados neste trabalho, mostrou evidências da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de ações e, assim contribuindo para a formação de preços nesse mercado.

6.3. SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS

Dentro do escopo deste trabalho, com vinculação direta ou indireta sugere-se algumas recomendações de trabalhos adicionais ou complementares.

Um desses trabalhos poderia ser a identificação e a investigação do comportamento do investidor frente a tomada de decisão com base nos números fornecidos pelos analistas de mercado, já que não somente os números da divulgação por meio das informações contábeis são bastante para as decisões de investir.

O presente trabalho também trouxe à tona a questão da informação *versus* mensuração. Seria importante a análise da contabilidade dentro da perspectiva da informação e como avaliar a relevância de um conjunto de informações para investidores atuando em mercados financeiros orientar suas preferências. Isto é, apresentar uma base de teoria de avaliação por intermédio da qual investidores possam atribuir valor aos diferentes títulos orientando o processo de decisão. Este ponto se apresenta bem próximo da visão de Lopes (2001). Esta orientação se faz,

já que a informação contábil se expressa por diversos meios, esse aspecto da informação constitui-se no elemento essencial para propiciar revelação suficiente sobre a empresa de modo à concretização dos objetivos dos seus diversos usuários articulando dados, e técnicas na avaliação da situação e do desempenho da empresa.

O uso de outros parâmetros, como janelas mais curtas das aqui apresentadas, para verificar com mais consistência a relevância do papel da contabilidade em períodos curtíssimos de prazo como fonte preditiva.

6.4. LIMITAÇÕES DO TRABALHO

O trabalho se limitou a considerar os cálculos em reais (R\$), moeda corrente nacional dentro do espaço temporal delimitado a valores históricos, sem quaisquer atualizações, das cotações diárias.

Um outro aspecto considerado foi o tratamento dos dados disponíveis na Económica em estágio “bruto”. Esses dados foram organizados em planilhas do Microsoft Excel®, versão 98.

Considerando-se que o trabalho visou aferir o impacto da informação contábil frente a sua chegada no mercado de capitais, os dados brutos após tratamento, foram determinantes para o cálculo de médias aritméticas feitas em módulo.

Uma limitação julgada importante a ser comentada foi quanto à forma como foram desenvolvidos os modelos para cálculo das amostras. Como não foram encontrados estudos acadêmicos tratando do tema com características semelhantes à abordagem aqui proposta, apesar de diversos estudos acadêmicos relacionados à

questão informacional da contabilidade sob outros aspectos da utilidade da divulgação das informações contábeis, o autor optou por desenvolver os modelos.

Em um trabalho que considera o estudo de evento (*event study*), o crítico é a definição precisa do momento em que o evento ocorre.

Neste trabalho, a definição precisa da data da ocorrência do evento é dada pela data da entrega (anúncio) das informações trimestrais na CVM e na BOVESPA. Em que pese, nem sempre haver o cumprimento por parte de diversas companhias do cumprimento das datas limites para envio das informações a CVM, independentemente da data da publicação, todas foram consideradas no estudo.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. **The Market for “Lemons”**: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. University of California, Berkeley.

ALMEIDA, Fernando C de. DARIO, Alan de G, DUMONTIER, P. **Capacidade Preditiva de Demonstrativos Financeiros para Comportamento de Preço de Ativos Financeiros**. IV SEMEAD São Paulo. Out. 1999.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BALL, R. J. And BROWN, W. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, Vol. 6, p.159-178, Autumn, 1968.

BEAVER, W. H. **Financial reporting: an accounting revolution**. Englewood Cliffs: Prentice hall, 1981.

BEAVER, W. H. **Financial reporting: an accounting revolution**. 2nd ed. Englewood Cliffs: Prentice hall, 1998.

BERNARDO, Heloisa, Pinna. **Avaliação do efeito dos anúncios trimestrais de resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**: um estudo de evento. São Paulo, 2001. Dissertação de mestrado – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade - USP

BERSTEIN, Peter L. **Capital Ideas**: The improbable origins of modern wall street. New York, N.Y. First free press. Paper back edition, 1993. São Paulo, 2001.

BEZERRA, Francisco Antonio e LOPES, Alexandro Broedel. **Lucro e Preço das Ações**. Teoria Avançada da Contabilidade. Atlas, SP, 2004.

BLAUG, Mark. Metodologia da Economia. São Paulo. Editora da Universidade de São Paulo, 2 ed. 1999.

BONOMO, Marco e Dall'Agnol, Ivana. Retornos anormais e estratégias contrárias. **Revista Brasileira de Finanças**, Vol. 1, p. 165-215, Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2003.

BOVESPA-Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. **Guia de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa**, São Paulo, 2001.

BRASIL – CVM - **Comissão de Valores Mobiliário**: DPF - Demonstrações Financeiras Padronizadas. Rio de Janeiro, mar. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/consulta.htm>>. Acesso em: 20-24 mar. 2004.

BRASIL – CVM - **Comissão de Valores Mobiliários**: Publicações. Rio de Janeiro, dez. 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/ase/icvm.htm>>. Acesso em: 20-28 mar. 2004.

BRASIL – CVM - **Comissão de Valores Mobiliários**: INSTRUÇÃO CVM Nº 202, DE 6 DE DEZEMBRO DE 1993. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, consolidando as Instruções CVM nºs 60, de 14 de janeiro, 73, de 22 de dezembro, ambas de 1987, 118, de 7 de maio, e 127, de 26 de julho, ambas de 1990. Rio de Janeiro, jan. 1994. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/atos_cvm>. Acesso em: 02 maio 2004.

BRASIL – BOVESPA – **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/regulamentonv310502.pdf>>. Acesso em: 17-23 mar. 2004.

BRASIL. CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Princípios fundamentais de contabilidade e normas brasileiras de contabilidade**. 2ª. Ed. Brasília: CFC, 2000.

BRASIL. **Leis das Sociedades por Ações**: Brasil. Lei n.º 6.404, de 15-12-76. 23 ed. SP: Atlas, 1993. Capítulo V, p. 49-54.

BUENO, Artur Franco. **Análise empírica do Dividend Yield das Ações Brasileiras**. São Paulo, 2000. Dissertação de mestrado. FEA-USP.

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C., EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre L. G. Alcântara, José N. A. Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BRUNI, A. Leal. FAMA, Rubens. **Uma Análise Informacional do Mercado de ADRs Brasileiros com Base em Testes de Auto-Correlação, Raiz Unitária e Cointegração**. ENANPAD 2003, Atibaia, SP. 22 a 25 set. 2004.

CALDAS Miguel P. Contribuição Teórica: Como assim, cara pálida? **Revista de Administração Contemporânea - RAE jul/set/2003**.

CAMARGOS, M A.; BARBOSA, F. V. **Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003.

CARDOSO, L. Ricardo *et al.* **A Evolução recente da Transparência dos Fatores de Risco nas Informações Contábeis**: uma análise de Empresas Brasileiras de telecomunicações. ENANPAD 2003. Atibaia, SP. 22 a 25 set. 2003.

CARRAHER, David William. **Senso Crítico: do dia-a-dia às ciências humanas**. São Paulo: Pioneira, 3 ed. São Paulo.

CASTRO, C. M. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-hill do Brasil, 1978.

COLARES, M. e PONTES, V. M. Rodrigues. **A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras**. ENANPAD 2003. Atibaia, SP. 22 a 25 set. 2003.

COMERLATO, G. M. B. SOARES TERRA, Paulo Renato. **Um Estudo sobre a Relevância das Informações geradas nas Apresentações das Companhias Abertas para a Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais**. ENANPAD, 2003, Atibaia, SP. 22 a 25 set. 2003.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Princípios fundamentais de contabilidade e normas brasileiras de contabilidade**. 2ª. Ed. Brasília: CFC, 2000.

_____. **Como está a discussão da lei que obriga grandes empresas a divulgar seus números**. Revista Exame, 12 maio de 2004.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**: Ferramentas e Técnicas para a Determinação de Qualquer Ativo. Tradução de Bazán tecnologia e lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DEMO, P. **Introdução à metodologia da ciência**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

DOUPNIK, T. S. E. MARTINS, G. BARBIERI. **Inovations in Brazilian Inflation Accounting**. The International Journal of accounting. Vol. 30, 1995.

ECONOMÁTICA (2004). Economática Pro Ver (2004) mar/abr. **Economática**, São Paulo. Brasil.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, December, 1991.

FAMÁ, R. e MELLER, S. **Estrutura de Capital na América Latina**: Existiria uma correlação com o lucro das empresas? Out. 1999 – IV SEMEAD.

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. FIPECAFI. Sérgio Iudícibus, Eliseu Martins e Ernesto Rubens Gelbcke. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

FRANCO, Delano. **Projeções de Lucros Sistemáticamente Exageradas**: um estudo para o Brasil. São Paulo: [s.n], 2001.

GOELTZ, Richard. “**International Accounting Harmonization: The Impossible (and Unnecessary?) Dream**”. Accounting Horizons: Mar. 1991, vol. 5 (85-89).

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

HENDRICKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores. **Normas Internacionais de Contabilidade**. Pronunciamentos do IBRACON, CFC e IASC. São Paulo: IBRACON, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

KOTHARI, S. P. **Capital Markets Research in Accounting**. Jan. 2001. Disponível em: <<http://web.mit.edu/kothari/>> . Acesso em: 25 abr. 2003.

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, Marina de A. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 4ª. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI Andrade, Marina de. **Fundamentos de metodologia científica**. 4. ed. Ver. e ampl. São Paulo: Atlas, 2001.

LEV, Baruch and ZAROWIN Paul. The Boundaries of Financial reporting and How to Extend Them. **Journal of Accounting Research**, Vol. 37. n. 2, autumn, 1999. printed in U.S.A.

LEVINE, David M., BERENSON, Mark L; e STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações**. Tradução Teresa Cristina Padilha de Souza. Rio de Janeiro: Editora LTC, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel, SARLO NETO, Alfredo, LOSS, Lenita. **O impacto da regulamentação sobre a relação lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétricos e financeiros no Brasil**. ENANPAD 2002. Salvador BA. 22 a 25 set. 2002.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado á Bovespa**. São Paulo, 2001.

Tese de doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MAKINLAY, A Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**. Vol. XXXV, 1997.

MAFRA, M. A. Ferraz. **O Relatório da Administração: Peça de Informação ou de Ficção?** Uma reflexão sobre sua utilidade como elemento de divulgação voluntária das empresas brasileiras, no exercício de 1998. Rio de Janeiro, 2001. Dissertação de mestrado. PUC-Rio.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **“Gerenciamento” dos Resultados Contábeis**: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras São Paulo, 2001. Tese de doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

MARTINS, Eliseu. **Contabilidade de custos**. 8ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística geral aplicada**. São Paulo: Atlas, 2000. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS. G. A. Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações. 2 ed. São Paulo. Atlas, 1994.

MASI, Vincenzo (1957-65) **“História de la contabilidad”** (Accounting History, in técnica contable), vols. 9, 10, 11, 12, 14,15 17 y 17.

MATTAR, Fauze. N. **Pesquisa de Marketing**. 3 ed. São Paulo: Atlas, v1, 1996.

MATTESSICH, Richard. **Methodological Preconditions and Problems of a General Theory of Accounting**. The Accountin Review, July, 1972.

MATTOS, M.M. **Fundamentos conceituais para a construção de sistemas operacionais baseados em conhecimento**. Tese (Doutorado). Pós-Graduação em Engenharia de produção, Universidade Federal de Santa Catarina, 2003.

MOREIRA, M. Maurício, PUGA, P. Fernando. **Como a Indústria Financia o seu Crescimento**. Uma análise do Brasil Pós-Real. - out. 2000

MOUBOUSSIN Michael J. RAPPAPORT A. **Análise de investimentos**: Como interpretar corretamente o preço das ações. Tradução de Maria J. C. Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

NOSSA, Valcemiro. Teixeira, Aridelmo, J.C. **Normas para elaboração de trabalhos acadêmicos**. FUCAPE – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória, 2003.

NUNES, G.; HAIGH, David - **Marca: valor do intangível, medindo e gerenciando seu valor econômico**. São Paulo: Atlas, 2003.

O'HARA, M. Market Microstructure Theory, Oxford: Blackwell Publishers Ltd., 1999

OLIVA, Eduardo de Camargo. **A privatização de empresas siderúrgicas Brasileiras**: Reflexos na Gestão de Recursos Humanos. RAC. V. 6, n. 1, p. 141-161, Jan/Abr. 2002.

OU, Jane; PENMAM, Stephen H. **Accounting Measurement, Price-earnings Ratio and Information Content of Securities Prices**. Journal of accounting Research. Vol. 27. Supplement, 1989.

PEROBELLI, Fernanda F.C. **Reações do mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas:** Um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. Dissertação de mestrado. INSTITUTO DE Administração e Gerência – IAG. Pontifícia Universidade Católica do rio de janeiro – PUC Rio. Rio de Janeiro, 2000.

PETERS, Edgar E. **Chaos and Order in the Markets.** 2. Ed. New York: John Wiley & Sons, 1996.

RAPPAPORT, ALFRED. **Gerando valor para o acionista:** um guia para administradores e investidores. Tradução de Alexandre L.G. Alcântara: São Paulo. Atlas, 2001.

RUIZ, João Álvaro. **Metodologia Científica:** guia para eficiência nos estudos, São Paulo. Atlas. 4. Ed. 1996.

SANTOS, Antonio R. dos. **Metodologia Científica.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

SANTOS, João. A; PARRALHA FILHO. Domingos. **Metodologia científica.** São Paulo: Futura, 1998.

SARLO NETO, A. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro** – Vitória/ES: Dissertação de Mestrado, não publicada, em fase de apresentação à FUCAPE – Fundação Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, 2004..

SCHIVINSKI, Tadeu. **O Efeito da Divulgação das Demonstrações Financeiras Sobre o Retorno das Ações e Avaliação do Modelo CAPM no Mercado de**

Capitais Brasileiro. 2002. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – PPGE/UFSC, Florianópolis – SC, Brasil.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa:** um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. 2º Encontro Brasileiro de Finanças. Anais. CD. 22 e 23 de julho de 2002, IBMEC, Rio de Janeiro.

TERTULIANO, Francisco Augusto e outros. **Full Disclosure:** como aperfeiçoar o relacionamento das empresas abertas com o mercado de capitais. São Paulo: Maltese, 1993.

WATTS, R. L., ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory.** New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

WILLIS, Diana, W. **Financial assets e liabilities – Fair Value or Historical Cost?** 2002. Disponível em: <<http://www.fasb.org/project/fairvalue>>. Acesso em: 26. Abr. 2003.

VASCONCELOS, Marco A. S. de; GREMAUD, Amaury P; TONETO JR; Rudinei. **Economia Brasileira Contemporânea.** São Paulo: Atlas, 1996.

ZANELLA, F. Caputo. FERREIRA, Nunes, L. **O Método da Informação Contábil, Brasileiro ou Norte-Americano, é Capaz de Surpreender os Consumidores da Informação?** Um estudo de empresas brasileiras com ADRs nível III. ENANPAD 2003. Atibaia, SP. 22 a 25 set. 2004

www.economica.com.br

8 BIBLIOGRAFIA

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado aberto.

<<http://cf1.andima2.com.br/cgi-br.html>>. Acesso em:

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica. Tarifas - **Tarifas Praticadas**.

Disponível: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em: 18 jan. 2003.

ATKINSON, Antony A. et al. **Contabilidade gerencial**. Tradução André Olímpio Mosselman du Chenoy Castro. São Paulo: Atlas, 2000.

BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRAGA, Cláudio A. B. M.; LEAL Ricardo. P. C. **Ações de Crescimento nos Anos 90**. Rio de Janeiro: URFRJ/COPPEAD, Relatórios Coppead, 2000.

BRASIL. **Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965**. Disciplina o Mercado de Capitais e Estabelece Medidas para o seu Desenvolvimento. Diário Oficial da União. Poder legislativo, Brasília, DF. 16 de out. 1965. Col 1, p. 6697.

CHAN. L. C; HAMAQ, Y; LAKONISHOK, J. **Fundamentals and stock returns in Japan**. *The journal of Finance*. v. 46. n.5, p.1739 -1765, dez, 1991.

COPELAND, THOMAS. E. **Avaliação de Empresas** – “Valuation”. São Paulo: Makron Books, 2000.

COSTA JÚNIOR, Newton C. A. et al. **Mercado de capitais**: análise empírica no Brasil. Coleção COPPEAD de administração. São Paulo: Atlas, 2000.

DEMO, P. **Metodologia científica em ciências sociais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

DUARTE JÚNIOR, A. Marcos e Furigo Léllis, Rogério José. **Alocação de Capital em Bancos no Brasil**. Disponível em: <<http://pvalls.ibmec.br/finlab/Papers1>>.

Acesso em: 28 maio, 2004.

FIGUEIREDO, Sandra. **Controladoria: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

GALDÃO, A. FAMÁ, R. **A Influência das Teorias do Risco, da Alavancagem e da Utilidade nas Decisões de Investidores e Administradores**. III SEMEAD.

GUIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO. Rio de Janeiro: IMF Editora, Ed. 2001/2002, Ago. 2001.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. São Paulo. Tradução de Ernesto Yoshida. Makron Books, 2000.

HABIB, M. London Business School. A importância de Estruturas de Capital. O Domínio da Administração. **Gazeta Mercantil**, v. 3. p. 17. 11 set. 1997.

HANSEN, Don R e MOWEN, Maryanne M. **Gestão de custos: contabilidade e controle**. Tradução Robert Brian Taylor. São Paulo: Pioneira, 2001.

HORNGREN, Charles T.; FOSTER, George; DATAR, Srikant M. **Contabilidade de custos**. 9. ed. Tradução José Luiz Paravato. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

JOHNSTON, Jack; DINARDO, John. **Econometric Methods**. 4. ed. McGraw-Hill International Editions, 1997.

JOHNSON, H. Thomas, KAPLAN. Robert S. **A Relevância da Contabilidade de Custos**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

KAPLAN, Robert S. et al. **Manegement Accounting**. Englewood Cliffs, New Jersey: Printice Hall, 1995.

MAHER, Michael. **Contabilidade de custos**: criando valor para a administração. Tradução José Evaristo dos Santos. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade e LINTZ, Alexandre. **Guia para elaboração de monografias e trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, Petrônio Garcia. **Administração da produção**. São Paulo: Saraiva, 2000.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**: Abordagem básica e gerencial. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MELHORES E MAIORES. As 500 maiores empresas do Brasil. **Revista Exame**. São Paulo: Editora Abril, 1998, 1999, 2000, 2001 E 2002.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. The Cost of capital, Corporation and the Theory of Investment. In: **American Economic Review**, 1958.

MOST, Kenneth, S. **Accounting theory**. Second ed. Columbus, Ohio, 1979.

PADOVEZE, Cloves, L. **Contabilidade Gerencial**. São Paulo: LTC, 1999.

PETERS, Marcos. **USGAAP Contabilidade Internacional**. Disponível em: <http://www.marion.pro.br/livros/teorcont/teorcont.htm> . Acesso: 28/03/2004.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. Tradução de Elisabeth M.de Pinho Braga. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

_____. **Sistemas de Informações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2000.

RICARDINO FILHO, Álvaro Augusto. **Do steward ao controller, quase mil anos de management accounting**: o enfoque anglo-americano. São Paulo, 1999. Dissertação de mestrado. FEA/USP.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SANVINCENTE, A. Zoratto. **A Evolução do Mercado Primário de Debêntures**. 2001. IBMEC -RJ

SILVER, Mick. **Estatística para administração**. Tradução Sonia Vieira e José E. Corrente. São Paulo: Atlas, 2000.

SPIEGEL, Murray R. **Estatística**. Tradução Pedro Cosentino. 3. ed. São Paulo: Editora Makron Books, 1993.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Editora Harbra, 1986.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO. Biblioteca Central. **Guia para normatização de referências**: NBR 6023: 2002. 2. ed. Vitória, 2002.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO. Biblioteca Central. **Normatização e apresentação de trabalhos científicos e acadêmicos**. 6. ed. Ampl. e Rev. Vitória, 2002.

VASCONCELOS, César Ricardo Maia de. *L'intelligence Economique et la Stratégie de Développement de la PME*.1999. 324 f. (Tese em Sciences de Gestion – Administração), Université Pierre Mendes France de Grenoble II, France, 1999.

VICENTE, Ernesto Fernandes Rodrigues. **A estimativa do risco na constituição da PDD**. São Paulo, 2001. Dissertação de Mestrado. FEA/USP.

ANEXOS

Anexo A – Variação Média Absoluta: Empresas do Grupo 1

ARACRUZ PNB ARCZ6				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1998	22/10/1998	9,71%	21,64%	13,82%
4º TRI 1998	11/02/1999	3,55%	27,57%	0,50%
1º TRI 1999	19/04/1999	19,78%	12,24%	3,79%
2º TRI 1999	20/07/1999	8,11%	1,15%	6,02%
3º TRI 1999	20/10/1999	1,69%	0,71%	0,28%
4º TRI 1999	14/03/2001	2,35%	4,50%	4,80%
1º TRI 2000	19/04/2000	4,20%	2,96%	5,32%
2º TRI 2000	13/07/2000	9,11%	11,02%	2,99%
3º TRI 2000	16/10/2000	13,22%	6,35%	8,62%
4º TRI 2000	16/01/2001	4,26%	13,78%	3,43%
1º TRI 2001	11/04/2001	5,38%	4,78%	14,06%
2º TRI 2001	11/07/2001	1,71%	0,88%	3,95%
3º TRI 2001	10/10/2001	10,49%	1,83%	3,85%
4º TRI 2001	14/01/2002	5,33%	4,17%	9,90%
1º TRI 2002	11/04/2002	4,51%	1,58%	7,63%
2º TRI 2002	15/08/2002	3,72%	3,26%	1,56%
3º TRI 2002	22/10/2002	4,73%	2,79%	6,22%
4º TRI 2002	31/03/2003	4,52%	1,99%	5,06%
1º TRI 2003	10/04/2003	0,04%	4,30%	6,94%
2º TRI 2003	23/07/2003	13,72%	4,83%	4,68%
3º TRI 2003	21/10/2003	3,74%	1,70%	3,01%
4º TRI 2003	13/01/2004	9,51%	5,48%	89,82%
Média das Médias		5,51	5,37	7,93

CCR RODOVIAS ON CCRO4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1999		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1999		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1999		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1999	28/12/2000	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2000	18/02/2002	4,26%	0,00%	0,00%
2º TRI 2000		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2000	28/12/2000	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2000	28/01/2002	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2001	15/05/2001	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2001	28/01/2002	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2001		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2001		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2002	09/05/2003	7,96%	5,64%	4,44%
2º TRI 2002	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2002	16/01/2003	1,36%	7,10%	6,35%
4º TRI 2002	28/03/2003	9,89%	2,81%	5,71%
1º TRI 2003	12/05/2003	5,95%	5,71%	4,99%
2º TRI 2003	05/09/2003	26,08%	22,92%	3,54%
3º TRI 2003	04/12/2003	11,26%	6,03%	0,18%
4º TRI 2003	16/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		2,57	1,93	0,97

ROSSI RESIDENCIAL ON RSID3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998	03/04/1998	5,08%	0,37%	6,81%
3º TRI 1998	06/11/1998	27,72%	27,61%	1,88%
4º TRI 1998	12/03/1999	9,00%	22,15%	4,88%
1º TRI 1999	07/05/1999	2,72%	19,43%	5,85%
2º TRI 1999	27/08/1999	7,55%	10,42%	4,07%
3º TRI 1999	16/11/1999	5,97%	25,48%	18,25%
4º TRI 1999	14/03/2000	1,11%	5,76%	4,39%
1º TRI 2000	11/05/2000	5,72%	15,55%	9,26%
2º TRI 2000	07/08/2000	4,26%	2,84%	6,89%
3º TRI 2000	06/11/2000	0,00%	4,55%	2,99%
4º TRI 2000	15/03/2001	7,73%	13,80%	8,30%
1º TRI 2001	09/04/2001	3,23%	1,04%	1,42%
2º TRI 2001	08/08/2001	2,73%	1,80%	24,60%
3º TRI 2001	08/11/2001	18,18%	2,22%	7,82%
4º TRI 2001	21/03/2002	0,00%	0,00%	4,83%
1º TRI 2002	09/05/2002	7,89%	2,01%	24,26%
2º TRI 2002	15/08/2002	0,56%	2,03%	8,06%
3º TRI 2002	31/10/2002	0,00%	3,23%	0,00%
4º TRI 2002	20/03/2003	7,84%	13,07%	11,29%
1º TRI 2003	19/05/2003	1,05%	1,39%	8,45%
2º TRI 2003	07/08/2003	3,96%	-0,99%	38,96%
3º TRI 2003	06/11/2003	0,00%	0,98%	1,21%
4º TRI 2003	25/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,70	6,72	7,86

SADIA S.A PN SDIA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	20/11/1998	3,39%	20,85%	5,59%
4º TRI 1998	23/02/1999	1,46%	4,41%	11,21%
1º TRI 1999	11/05/1999	15,43%	15,26%	8,33%
2º TRI 1999	13/08/1999	0,37%	2,47%	3,64%
3º TRI 1999	16/11/1999	2,41%	10,16%	1,28%
4º TRI 1999	14/03/2001	7,61%	0,80%	0,46%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000				
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	28/08/2001	1,83%	0,14%	3,60%
3º TRI 2001	08/11/2001	2,64%	6,26%	2,91%
4º TRI 2001	05/02/2002	0,76%	0,08%	1,25%
1º TRI 2002	03/08/2002	0,05%	5,79%	1,55%
2º TRI 2002	06/08/2002	2,55%	0,73%	0,38%
3º TRI 2002	31/10/2002	6,07%	2,74%	3,70%
4º TRI 2002	03/02/2003	1,08%	8,07%	3,03%
1º TRI 2003	05/05/2003	4,63%	5,30%	4,26%
2º TRI 2003	21/08/2003	17,04%	14,87%	2,04%
3º TRI 2003	18/11/2003	12,55%	2,98%	9,39%
4º TRI 2003	04/02/2004	51,10%	5,38%	6,44%
Média das Médias		7,70	6,25	4,06

ALPARGATAS S.A PN ALPA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	30/03/1998	3,86%	5,38%	8,88%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	25,17%	7,01%	4,88%
4º TRI 1998	09/03/1999	7,38%	10,13%	0,68%
1º TRI 1999	11/05/1999	4,61%	0,34%	2,39%
2º TRI 1999	13/08/1999	5,61%	0,35%	0,97%
3º TRI 1999	16/11/1999	35,80%	4,58%	5,04%
4º TRI 1999	30/03/2000	11,06%	0,60%	6,29%
1º TRI 2000	04/05/2000	8,85%	4,58%	0,98%
2º TRI 2000	10/08/2000	4,55%	4,88%	3,75%
3º TRI 2000	13/11/2000	4,23%	2,13%	0,13%
4º TRI 2000	09/04/2001	5,51%	1,22%	0,88%
1º TRI 2001	09/05/2001	0,36%	1,17%	1,59%
2º TRI 2001	09/08/2001	3,93%	2,38%	5,38%
3º TRI 2001	13/11/2001	2,42%	1,89%	1,25%
4º TRI 2001	08/03/2002	3,22%	3,95%	2,51%
1º TRI 2002	14/05/2002	3,72%	3,61%	0,04%
2º TRI 2002	13/08/2002	5,78%	6,15%	2,00%
3º TRI 2002	12/11/2002	2,23%	26,70%	3,36%
4º TRI 2002	25/02/2003	4,85%	1,16%	11,68%
1º TRI 2003	13/05/2003	1,85%	4,03%	0,24%
2º TRI 2003	13/08/2003	4,25%	1,42%	3,15%
3º TRI 2003	05/11/2003	5,85%	6,15%	4,10%
4º TRI 2003	17/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,74	4,34	3,05

BRADSPAR S.A PN BRAP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999				
1º TRI 2000	09/08/2000	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2000	15/08/2000	0,63%	30,46%	3,79%
3º TRI 2000	16/11/2000	2,25%	3,99%	10,29%
4º TRI 2000	30/03/2000	1,15%	2,38%	3,65%
1º TRI 2001	18/05/2001	10,64%	4,49%	1,17%
2º TRI 2001	27/08/2001	11,26%	8,92%	0,20%
3º TRI 2001	20/11/2001	5,14%	14,19%	1,68%
4º TRI 2001	01/04/2002	3,01%	2,99%	11,93%
1º TRI 2002	04/06/2002	0,13%	0,62%	4,85%
2º TRI 2002	26/08/2002	0,84%	2,84%	3,70%
3º TRI 2002	22/11/2002	0,72%	1,61%	7,01%
4º TRI 2002	24/04/2003	2,21%	0,65%	0,46%
1º TRI 2003	21/05/2003	1,23%	0,98%	3,27%
2º TRI 2003	14/08/2003	10,14%	3,76%	2,92%
3º TRI 2003	14/11/2003	2,33%	0,82%	1,20%
4º TRI 2003	23/04/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		3,23	4,92	3,51

BRASIL TELECON S.A PN BRTO4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	02/06/1998	10,01%	1,34%	9,71%
4º TRI 1998	16/11/1998	2,96%	15,55%	4,04%
1º TRI 1999	17/05/1999	6,73%	29,09%	0,40%
2º TRI 1999	16/08/1999	0,77%	1,27%	18,67%
3º TRI 1999	16/11/1999	9,13%	11,83%	4,92%
4º TRI 1999	29/03/2000	1,06%	0,41%	7,82%
1º TRI 2000	17/05/2000	5,76%	11,99%	6,71%
2º TRI 2000	16/08/2000	0,75%	6,96%	9,51%
3º TRI 2000	21/11/2000	7,32%	0,53%	6,54%
4º TRI 2000	11/04/2001	2,81%	5,50%	4,52%
1º TRI 2001	17/05/2001	5,50%	2,79%	1,46%
2º TRI 2001	16/08/2001	14,13%	2,18%	6,09%
3º TRI 2001	21/11/2001	2,63%	21,77%	0,70%
4º TRI 2001	18/12/2002	2,93%	0,09%	8,73%
1º TRI 2002	27/05/2002	2,92%	1,12%	3,10%
2º TRI 2002	14/08/2002	3,48%	3,78%	1,68%
3º TRI 2002	08/11/2002	8,37%	6,44%	0,71%
4º TRI 2002	21/03/2003	0,95%	2,85%	6,43%
1º TRI 2003	14/05/2003	2,03%	7,31%	0,69%
2º TRI 2003	07/08/2003	5,29%	7,93%	0,23%
3º TRI 2003	06/11/2003	2,19%	1,83%	2,92%
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,44	6,48	4,80

BRASIL TELECON PART S.A PN BRTP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	05/04/1999	4,42%	3,41%	22,70%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	30/03/2000	8,01%	6,37%	1,68%
1º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
2º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
3º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
4º TRI 2000	11/04/2001	2,34%	5,28%	2,11%
1º TRI 2001	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
2º TRI 2001	16/08/2001	14,91%	2,12%	3,95%
3º TRI 2001	21/11/2001	1,78%	10,45%	5,12%
4º TRI 2001	28/03/2002	8,21%	0,18%	6,20%
1º TRI 2002	27/05/2002	0,53%	1,67%	0,75%
2º TRI 2002	14/08/2002	8,25%	8,31%	1,59%
3º TRI 2002	08/11/2002	10,76%	8,35%	0,59%
4º TRI 2002	21/03/2003	3,93%	3,93%	2,75%
1º TRI 2003	14/05/2003	1,87%	7,03%	1,77%
2º TRI 2003	07/08/2003	5,34%	7,96%	0,49%
3º TRI 2003	06/11/2003	0,02%	5,00%	0,26%
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,32	4,55	3,85

BRASKEM S.A PNA BRKM5				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	27/04/1998	0,06%	0,43%	11,08%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	28/01/1999	13,89%	7,90%	5,07%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	29/03/2000	7,65%	2,07%	14,32%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	26/01/2004	0,43%	7,42%	1,07%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	23/11/2001	6,11%	4,17%	8,58%
4º TRI 2001	01/02/2002	10,81%	10,52%	8,05%
1º TRI 2002	14/05/2002	5,09%	7,55%	4,69%
2º TRI 2002	21/08/2002	11,56%	9,25%	13,68%
3º TRI 2002	14/11/2002	10,84%	5,73%	7,53%
4º TRI 2002	10/03/2003	5,37%	0,79%	11,95%
1º TRI 2003	20/06/2003	1,14%	5,88%	0,47%
2º TRI 2003	05/08/2003	6,44%	0,99%	15,52%
3º TRI 2003	28/11/2003	18,80%	10,12%	21,67%
4º TRI 2003	20/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		7,01	5,20	8,83

CEDRO CACHOEIRA PN CEDO4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1998	26/02/1999	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1999	14/05/1999	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1999	11/08/1999	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1999	12/11/1999	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1999	28/02/2000	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2000	15/05/2000	0,00%	3,81%	0,00%
2º TRI 2000	14/08/2000	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2000	14/11/2000	1,02%	0,00%	0,00%
4º TRI 2000	23/02/2001	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2001	15/05/2001	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2001	10/08/2001	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2001	14/11/2001	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2001	20/02/2002	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2002	14/05/2002	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2002	13/08/2002	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2002	07/02/2003	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2002	21/02/2003	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2003	15/05/2003	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2003	14/08/2003	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2003	11/12/2003	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2003	11/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		0,05	0,17	0,00

CELESC S.A PNB CLSC6				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	08/04/1998	0,54%	4,72%	3,94%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	2,76%	17,04%	21,92%
4º TRI 1998	05/04/1999	17,48%	1,57%	1,25%
1º TRI 1999	17/05/1999	12,97%	1,60%	3,85%
2º TRI 1999	17/08/1999	2,75%	18,42%	0,70%
3º TRI 1999	17/11/1999	10,66%	10,27%	0,08%
4º TRI 1999	03/04/2000	15,43%	1,22%	0,34%
1º TRI 2000	17/05/2000	8,23%	0,70%	13,22%
2º TRI 2000	14/08/2000	7,39%	1,95%	4,11%
3º TRI 2000	16/11/2000	5,20%	6,70%	0,32%
4º TRI 2000	28/03/2001	3,36%	5,85%	6,72%
1º TRI 2001	17/05/2001	5,34%	2,80%	3,30%
2º TRI 2001	16/08/2001	5,29%	3,65%	11,97%
3º TRI 2001	19/11/2001	2,74%	7,48%	3,86%
4º TRI 2001	04/04/2002	0,74%	6,23%	2,87%
1º TRI 2002	11/04/2002	0,16%	3,81%	3,57%
2º TRI 2002	26/08/2002	1,43%	3,70%	2,21%
3º TRI 2002	11/04/2003	0,65%	1,76%	2,62%
4º TRI 2002	14/04/2003	0,70%	2,21%	0,67%
1º TRI 2003	11/06/2003	5,83%	1,41%	1,32%
2º TRI 2003	02/09/2003	22,10%	6,03%	0,84%
3º TRI 2003	19/12/2003	7,61%	13,32%	3,32%
4º TRI 2003	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,06	5,32	4,04

CEMIG PN CMIG4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	29/03/1998	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	15/03/2000	4,99%	4,40%	10,10%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000				
1º TRI 2001	30/03/2001	4,53%	8,99%	3,95%
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	04/12/2001	9,31%	3,57%	0,85%
4º TRI 2001	28/03/2003	3,40%	3,75%	3,60%
1º TRI 2002	28/05/2003	2,46%	2,23%	2,43%
2º TRI 2002	22/01/2003	7,46%	6,14%	6,65%
3º TRI 2002	30/01/2003	6,01%	1,36%	3,21%
4º TRI 2002	22/04/2003	6,53%	5,57%	3,55%
1º TRI 2003	05/06/2003	0,72%	3,69%	1,92%
2º TRI 2003	31/07/2003	3,02%	1,02%	15,51%
3º TRI 2003	10/11/2003	1,80%	4,91%	7,48%
4º TRI 2003	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		3,86	3,51	4,56

CIA HERING PN HGTX4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1998	1,28%	4,33%	0,00%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	22/02/1999	6,93%	9,82%	2,24%
1º TRI 1999	04/05/1999	81,82%	6,78%	0,00%
2º TRI 1999	19/08/1999	9,33%	21,05%	0,00%
3º TRI 1999	23/11/1999	8,33%	0,00%	47,10%
4º TRI 1999	29/03/2002	0,83%	0,00%	0,00%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	21/03/2001	4,17%	2,04%	0,00%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	05/10/2001	6,50%	10,22%	0,00%
3º TRI 2001	14/11/2001	1,27%	14,49%	21,33%
4º TRI 2001	27/03/2002	12,50%	6,33%	2,00%
1º TRI 2002	15/05/2002	2,67%	2,74%	11,59%
2º TRI 2002	15/08/2002	0,00%	0,00%	18,57%
3º TRI 2002	11/12/2002	5,17%	3,33%	3,45%
4º TRI 2002	01/04/2003	18,57%	25,00%	3,00%
1º TRI 2003	03/09/2003	38,10%	38,16%	1,32%
2º TRI 2003	03/09/2003	38,10%	38,16%	1,32%
3º TRI 2003	14/11/2003	8,23%	1,10%	2,45%
4º TRI 2003	09/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		13,54	10,20	6,35

CONFAB INDUSTRIAL PN CONFB4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	02/04/1998	5,46%	6,84%	4,64%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	11/11/1998	9,86%	11,70%	12,42%
4º TRI 1998	26/03/1999	2,99%	18,53%	11,32%
1º TRI 1999	13/05/1999	3,58%	9,05%	0,41%
2º TRI 1999	11/08/1999	18,47%	13,06%	5,20%
3º TRI 1999	11/11/1999	9,07%	9,45%	17,37%
4º TRI 1999	19/03/2000	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2000	12/05/2000	11,19%	4,46%	3,98%
2º TRI 2000	14/08/2000	4,02%	0,24%	3,77%
3º TRI 2000	14/11/2000	6,23%	0,05%	3,09%
4º TRI 2000	27/03/2001	2,10%	3,47%	8,85%
1º TRI 2001	14/05/2001	1,95%	11,43%	2,88%
2º TRI 2001	14/08/2001	3,82%	7,13%	9,46%
3º TRI 2001	13/11/2001	10,34%	5,54%	5,04%
4º TRI 2001	07/06/2002	7,69%	0,27%	5,34%
1º TRI 2002	30/04/2002	5,93%	6,16%	2,30%
2º TRI 2002	05/08/2002	7,79%	3,43%	4,05%
3º TRI 2002	01/11/2002	28,17%	8,63%	2,00%
4º TRI 2002	26/02/2003	0,02%	3,22%	1,38%
1º TRI 2003	30/04/2003	3,26%	7,40%	5,79%
2º TRI 2003	04/08/2003	9,33%	2,28%	12,34%
3º TRI 2003	07/11/2002	3,51%	4,61%	12,31%
4º TRI 2003	17/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,73	5,95	5,82

CVRD PNA VALE5				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1998	0,85%	7,80%	0,92%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	06/01/1999	26,76%	5,03%	0,70%
4º TRI 1998	22/03/1999	0,91%	4,18%	11,02%
1º TRI 1999	13/05/1999	5,24%	12,25%	12,83%
2º TRI 1999	04/08/1999	0,58%	3,00%	3,00%
3º TRI 1999	04/11/1999	8,27%	1,86%	2,92%
4º TRI 1999	01/03/2000	9,25%	6,18%	5,28%
1º TRI 2000	02/05/2000	1,81%	8,30%	7,52%
2º TRI 2000	04/10/2000	1,80%	8,52%	2,00%
3º TRI 2000	25/10/2000	4,02%	7,40%	3,58%
4º TRI 2000	25/03/2002	1,48%	1,29%	1,06%
1º TRI 2001	22/05/2001	2,39%	7,20%	5,50%
2º TRI 2001	19/07/2001	0,43%	0,31%	0,52%
3º TRI 2001	09/03/2002	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2001	03/05/2002	6,01%	1,40%	3,67%
1º TRI 2002	15/05/2002	5,13%	4,07%	7,46%
2º TRI 2002	14/08/2002	0,82%	4,09%	9,33%
3º TRI 2002	13/11/2002	2,03%	1,57%	0,86%
4º TRI 2002	26/02/2003	1,22%	1,83%	6,30%
1º TRI 2003	14/05/2003	3,08%	0,47%	2,24%
2º TRI 2003	10/10/2003	4,39%	5,84%	2,02%
3º TRI 2003	08/12/2003	18,14%	5,85%	0,75%
4º TRI 2003		0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,55	4,28	3,89

GERDAU S.A PN GGBR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	4,76%	0,63%	17,71%
4º TRI 1998	02/03/1999	11,12%	6,51%	15,04%
1º TRI 1999	05/05/1998	14,09%	18,52%	7,40%
2º TRI 1999	30/07/1999	13,32%	8,06%	9,96%
3º TRI 1999	27/10/1999	6,13%	5,24%	4,22%
4º TRI 1999	02/03/2000	5,94%	2,80%	4,25%
1º TRI 2000	03/05/2000	1,42%	0,70%	17,56%
2º TRI 2000	27/07/2000	0,76%	0,48%	0,45%
3º TRI 2000	24/10/2000	2,84%	11,33%	9,84%
4º TRI 2000	20/02/2001	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2001	14/03/2001	1,71%	0,35%	1,03%
2º TRI 2001	14/03/2001	1,71%	0,35%	1,03%
3º TRI 2001	14/03/2001	1,71%	0,35%	1,03%
4º TRI 2001	15/04/2002	13,17%	1,28%	9,15%
1º TRI 2002	28/05/2002	4,00%	9,15%	2,54%
2º TRI 2002	23/08/2002	5,20%	8,03%	10,25%
3º TRI 2002	30/12/2002	1,93%	3,53%	3,54%
4º TRI 2002	31/03/2003	2,86%	4,35%	13,79%
1º TRI 2003	30/04/2003	16,71%	7,26%	1,43%
2º TRI 2003	30/07/2003	1,00%	1,69%	7,83%
3º TRI 2003	30/10/2003	2,51%	0,64%	13,96%
4º TRI 2003	18/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,13	4,15	6,91

ITUBANCO PN ITAU4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	30/09/2003	2,80%	5,35%	1,99%
4º TRI 1998	30/09/2003			
1º TRI 1999	30/09/2003			
2º TRI 1999	30/09/2003			
3º TRI 1999	30/09/2003			
4º TRI 1999	30/09/2003			
1º TRI 2000	30/09/2003			
2º TRI 2000	30/09/2003			
3º TRI 2000	30/09/2003			
4º TRI 2000	30/09/2003			
1º TRI 2001	30/09/2003			
2º TRI 2001	30/09/2003			
3º TRI 2001	30/09/2003			
4º TRI 2001	30/09/2003			
1º TRI 2002	30/09/2003			
2º TRI 2002	30/09/2003			
3º TRI 2002	30/09/2003			
4º TRI 2002	30/09/2003			
1º TRI 2003	15/05/2003	1,79%	1,36%	1,39%
2º TRI 2003	05/08/2003	0,59%	8,01%	4,00%
3º TRI 2003	27/11/2003	8,59%	1,11%	8,19%
4º TRI 2003	17/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		2,75	3,17	3,11

ITAUSA PN ITSA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	24/07/1998	4,91%	6,16%	4,60%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	27/11/1998	1,93%	10,03%	1,20%
4º TRI 1998	16/03/1999	4,45%	6,23%	6,40%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	21/03/2000	3,00%	5,10%	0,06%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	21/03/2001	2,30%	6,00%	0,05%
1º TRI 2001	11/05/2001	2,03%	6,97%	0,97%
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	16/11/2001	8,80%	4,14%	1,06%
4º TRI 2001	19/03/2002	2,61%	0,70%	0,80%
1º TRI 2002	16/05/2002	3,73%	4,90%	8,52%
2º TRI 2002	19/08/2002	3,49%	0,51%	9,90%
3º TRI 2002	12/11/2002	2,10%	11,66%	5,30%
4º TRI 2002	18/03/2003	10,93%	7,09%	4,75%
1º TRI 2003	04/06/2003	0,30%	2,57%	0,19%
2º TRI 2003	14/08/2003	7,23%	1,93%	4,60%
3º TRI 2003	11/11/2003	0,83%	1,86%	7,81%
4º TRI 2003	09/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		3,67	4,74	3,51

KLABIN S.A PN KLBN4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	18/11/1998	7,43%	5,09%	5,72%
4º TRI 1998	31/03/1999	5,12%	4,80%	6,63%
1º TRI 1999	25/05/1999	2,58%	11,48%	17,25%
2º TRI 1999	13/08/1999	0,99%	0,77%	4,82%
3º TRI 1999	09/11/1999	1,39%	3,00%	17,46%
4º TRI 1999	24/03/2000	5,34%	1,88%	4,16%
1º TRI 2000	19/05/2000	2,02%	1,24%	2,42%
2º TRI 2000				
3º TRI 2000	09/11/2000	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2000	22/03/2001	16,55%	10,44%	5,28%
1º TRI 2001	08/05/2001	7,61%	0,50%	10,52%
2º TRI 2001	01/08/2001	0,12%	2,50%	2,18%
3º TRI 2001	12/11/2001	9,86%	8,54%	17,08%
4º TRI 2001	23/07/2002	0,16%	4,87%	0,00%
1º TRI 2002	23/07/2002	0,16%	4,87%	0,00%
2º TRI 2002	01/08/2002	6,67%	2,58%	0,45%
3º TRI 2002	30/10/2002	7,89%	3,04%	5,04%
4º TRI 2002	25/11/2003	15,78%	2,77%	1,92%
1º TRI 2003	26/05/2003	19,96%	5,02%	1,97%
2º TRI 2003	19/08/2003	10,85%	0,28%	1,30%
3º TRI 2003	30/10/2003	3,34%	4,20%	17,48%
4º TRI 2003	18/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,90	3,71	5,79

MANGELS INDUSTRIAL S.A PN MGEL4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	02/04/1997	7,56%	0,57%	10,21%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	13,50%	0,12%	2,88%
4º TRI 1998	30/03/1999	5,75%	4,76%	4,70%
1º TRI 1999	14/05/1999	23,83%	2,90%	1,00%
2º TRI 1999				
3º TRI 1999	16/11/1999	23,59%	13,47%	5,99%
4º TRI 1999	31/03/2000	4,68%	1,97%	0,10%
1º TRI 2000	15/05/2000	2,03%	0,10%	2,40%
2º TRI 2000	15/08/2000	6,22%	2,90%	5,56%
3º TRI 2000	14/11/2000	0,64%	3,40%	6,36%
4º TRI 2000	30/03/2001	5,10%	8,68%	4,53%
1º TRI 2001	09/05/2001	0,73%	8,89%	5,70%
2º TRI 2001	15/08/2001	4,75%	9,24%	9,31%
3º TRI 2001	12/11/2001	1,17%	4,49%	1,42%
4º TRI 2001	27/03/2002	4,33%	0,20%	7,43%
1º TRI 2002	14/05/2002	6,47%	6,77%	2,64%
2º TRI 2002	14/08/2002	4,83%	8,12%	0,00%
3º TRI 2002	14/11/2002	25,60%	43,94%	4,32%
4º TRI 2002	27/03/2003	12,48%	16,93%	7,32%
1º TRI 2003	05/05/2003	5,95%	4,26%	3,85%
2º TRI 2003	05/09/2003	11,93%	2,17%	4,19%
3º TRI 2003	17/12/2003	2,31%	2,09%	0,47%
4º TRI 2003	02/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		7,88	6,63	4,11

METALURGICA GARDAU PN GOAU4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	2,24%	8,20%	3,84%
4º TRI 1998	23/04/1999	13,33%	16,32%	11,31%
1º TRI 1999	05/05/1999	21,63%	7,66%	5,51%
2º TRI 1999	30/07/1999	6,00%	0,63%	7,62%
3º TRI 1999	27/10/1999	9,26%	7,06%	7,52%
4º TRI 1999	09/03/2000	4,18%	1,36%	2,22%
1º TRI 2000	03/05/2000	0,52%	1,47%	4,08%
2º TRI 2000	27/07/2000	3,37%	1,10%	3,44%
3º TRI 2000	24/10/2000	2,69%	7,44%	11,84%
4º TRI 2000	20/02/2001	1,25%	3,16%	4,42%
1º TRI 2001	19/04/2001	0,18%	2,15%	15,26%
2º TRI 2001	19/07/2001	8,58%	4,65%	5,80%
3º TRI 2001	18/10/2001	18,85%	2,14%	10,02%
4º TRI 2001	20/03/2002	0,44%	2,29%	6,81%
1º TRI 2002	16/04/2002	8,91%	1,99%	5,60%
2º TRI 2002	17/07/2002	2,79%	1,79%	4,10%
3º TRI 2002	18/10/2002	3,64%	2,44%	3,71%
4º TRI 2002	18/03/2003	0,82%	2,03%	12,27%
1º TRI 2003	30/04/2003	10,48%	12,27%	2,24%
2º TRI 2003	14/08/2003	16,33%	2,90%	1,88%
3º TRI 2003	30/10/2003	1,20%	0,48%	13,65%
4º TRI 2003	18/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,21	4,07	6,51

NET SERV COMUM S.A PN PLIM4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	24/09/1988	4,76%	0,00%	3,70%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	19/08/1999	1,37%	7,69%	2,72%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	15/03/2000	10,04%	6,70%	15,30%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	06/03/2001	10,74%	9,68%	14,92%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	05/10/2001	4,81%	13,32%	15,27%
3º TRI 2001				
4º TRI 2001	29/07/2002	52,26%	14,24%	16,33%
1º TRI 2002	26/07/2002	51,48%	8,49%	15,11%
2º TRI 2002	11/09/2002	18,67%	17,09%	3,17%
3º TRI 2002	15/11/2002	8,89%	13,31%	11,74%
4º TRI 2002	29/03/2003	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 2003	10/06/2003	5,29%	0,82%	12,22%
2º TRI 2003	14/08/2003	10,79%	2,20%	41,71%
3º TRI 2003	11/11/2003	22,74%	32,14%	8,78%
4º TRI 2003	17/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		14,42	8,98	11,50

PAO DE ACUCAR - CBD PN PCAR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	01/04/1998	9,90%	0,10%	3,78%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	27/10/1998	0,62%	26,44%	6,44%
4º TRI 1998	10/02/1999	8,89%	9,07%	8,34%
1º TRI 1999	10/05/1999	13,31%	8,48%	3,45%
2º TRI 1999	05/08/1999	6,38%	2,13%	5,60%
3º TRI 1999	12/11/1999	9,63%	14,60%	13,91%
4º TRI 1999	15/12/2000	0,82%	7,18%	0,57%
1º TRI 2000	10/07/2000	2,85%	3,68%	5,49%
2º TRI 2000	07/08/2000	5,08%	4,06%	5,44%
3º TRI 2000	30/10/2000	1,59%	3,88%	7,14%
4º TRI 2000	14/02/2001	4,10%	2,71%	3,34%
1º TRI 2001	25/04/2001	0,45%	2,67%	1,77%
2º TRI 2001	01/08/2001	4,21%	1,05%	2,32%
3º TRI 2001	30/10/2001	10,49%	10,26%	8,55%
4º TRI 2001	20/02/2002	11,40%	3,67%	1,10%
1º TRI 2002	29/04/2002	4,15%	4,30%	1,23%
2º TRI 2002	01/08/2002	3,57%	10,30%	2,25%
3º TRI 2002	29/10/2002	17,12%	6,85%	0,28%
4º TRI 2002	19/02/2003	6,36%	8,37%	5,58%
1º TRI 2003	30/04/2003	9,50%	0,96%	0,60%
2º TRI 2003	25/08/2003	4,37%	5,86%	1,33%
3º TRI 2003	29/10/2003	5,51%	2,15%	10,17%
4º TRI 2003	09/02/2004	77,96%	5,90%	7,43%
Média das Médias		9,49	6,29	4,61

PERDIGAO S.A PN PRGA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	02/06/1998	12,09%	17,39%	0,33%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	11/09/1998	10,84%	18,63%	15,31%
4º TRI 1998	11/03/1999	4,98%	2,18%	4,42%
1º TRI 1999	10/05/1999	28,46%	3,88%	3,70%
2º TRI 1999	11/08/1999	3,87%	4,51%	8,45%
3º TRI 1999	10/11/1999	3,09%	2,28%	5,50%
4º TRI 1999	29/02/2000	9,07%	5,25%	1,74%
1º TRI 2000	15/05/2000	4,53%	6,82%	12,04%
2º TRI 2000	21/08/2000	1,08%	2,94%	2,89%
3º TRI 2000	14/11/2000	5,70%	2,49%	10,22%
4º TRI 2000	08/03/2001	6,82%	1,27%	0,00%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	31/08/2001	4,51%	7,00%	7,70%
3º TRI 2001	07/11/2001	9,60%	12,78%	2,15%
4º TRI 2001	05/03/2002	5,25%	1,74%	0,40%
1º TRI 2002	22/07/2002	4,42%	5,84%	2,97%
2º TRI 2002	23/08/2002	1,98%	2,16%	5,32%
3º TRI 2002	06/11/2002	1,91%	7,02%	1,23%
4º TRI 2002	26/02/2003	1,86%	6,81%	12,91%
1º TRI 2003	30/05/2003	0,17%	7,57%	6,51%
2º TRI 2003	28/08/2003	17,96%	13,39%	3,73%
3º TRI 2003	12/11/2003	3,27%	1,30%	8,46%
4º TRI 2003	02/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,43	6,06	5,27

RANDON PARTIC S.A PN RAPT4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1999	3,15%	34,55%	0,40%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	29/03/2000	2,78%	1,77%	2,86%
1º TRI 2000	20/07/2000	1,51%	1,54%	11,28%
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	13/03/2001	5,10%	3,67%	2,15%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	08/11/2001	17,51%	9,58%	0,54%
4º TRI 2001	18/03/2002	4,58%	8,47%	2,78%
1º TRI 2002	17/05/2002	6,48%	0,81%	0,70%
2º TRI 2002	20/08/2002	1,80%	6,96%	1,84%
3º TRI 2002	14/11/2002	16,60%	18,32%	9,18%
4º TRI 2002	19/03/2003	2,46%	9,10%	2,20%
1º TRI 2003	07/05/2003	7,83%	5,45%	0,80%
2º TRI 2003				
3º TRI 2003	13/11/2003	4,82%	1,38%	4,12%
4º TRI 2003				
Média das Médias		6,22	8,47	3,24

RIPASA S.A PAP E CEL PN RPSA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	02/04/1998	2,00%	5,70%	7,31%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	20/11/1998	18,75%	29,44%	0,00%
4º TRI 1998	30/03/1999	1,20%	6,10%	4,46%
1º TRI 1999	17/05/1999	9,12%	7,56%	9,02%
2º TRI 1999	02/09/1999	1,70%	16,00%	5,33%
3º TRI 1999	16/11/1999	32,71%	8,23%	2,24%
4º TRI 1999	18/02/2000	4,97%	10,00%	2,50%
1º TRI 2000	15/05/2000	6,60%	3,35%	9,78%
2º TRI 2000	11/08/2000	0,21%	6,30%	4,45%
3º TRI 2000	14/11/2000	1,00%	4,10%	5,80%
4º TRI 2000	16/03/2000	9,05%	1,80%	1,92%
1º TRI 2001	15/05/2001	7,00%	2,20%	8,31%
2º TRI 2001	02/08/2001	1,03%	0,50%	3,31%
3º TRI 2001	09/11/2001	7,79%	13,65%	10,20%
4º TRI 2001	28/02/2002	7,94%	2,09%	3,23%
1º TRI 2002	16/05/2002	8,73%	4,00%	1,13%
2º TRI 2002	12/08/2002	0,14%	3,90%	1,41%
3º TRI 2002	31/10/2002	0,75%	2,20%	0,25%
4º TRI 2002	25/02/2003	3,56%	1,85%	2,32%
1º TRI 2003	08/05/2003	6,63%	1,93%	2,39%
2º TRI 2003	13/08/2003	12,99%	2,59%	3,61%
3º TRI 2003	04/11/2003	1,50%	6,44%	4,37%
4º TRI 2003	03/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,32	6,08	4,06

SABESP ON SBSP3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	17/11/1998	10,62%	24,67%	20,12%
4º TRI 1998	26/03/1999	18,97%	14,29%	12,02%
1º TRI 1999	12/05/1999	4,63%	19,47%	7,46%
2º TRI 1999	16/08/1999	0,95%	11,86%	1,29%
3º TRI 1999	16/11/1999	14,17%	20,31%	7,65%
4º TRI 1999	23/03/2000	2,71%	6,54%	0,72%
1º TRI 2000	22/08/2000	7,66%	7,49%	4,30%
2º TRI 2000	05/01/2001	9,38%	6,34%	0,94%
3º TRI 2000	15/01/2001	6,30%	7,40%	0,00%
4º TRI 2000	23/03/2001	6,24%	11,49%	5,72%
1º TRI 2001	15/05/2001	3,21%	7,50%	0,80%
2º TRI 2001	14/08/2001	0,01%	6,35%	23,85%
3º TRI 2001	08/11/2001	9,32%	0,53%	1,83%
4º TRI 2001	18/03/2002	2,83%	6,08%	9,13%
1º TRI 2002	09/08/2002	6,60%	9,80%	0,33%
2º TRI 2002	23/08/2002	4,06%	5,77%	4,50%
3º TRI 2002	28/11/2002	3,50%	3,79%	13,35%
4º TRI 2002	19/03/2003	3,16%	1,68%	5,77%
1º TRI 2003	04/06/2003	8,60%	0,13%	0,10%
2º TRI 2003	14/08/2003	9,32%	6,60%	0,36%
3º TRI 2003	14/11/2003	4,68%	1,78%	8,36%
4º TRI 2003	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		6,22	8,18	5,85

CIA SUZANO PAP E CEL PN SUZA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	10/04/1998	8,20%	3,29%	7,90%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/11/1998	0,18%	2,90%	1,48%
4º TRI 1998	29/03/1999	4,80%	16,22%	11,05%
1º TRI 1999	17/05/1999	12,35%	8,03%	6,03%
2º TRI 1999	18/08/1999	9,39%	2,01%	7,36%
3º TRI 1999	17/11/1999	13,19%	6,98%	1,28%
4º TRI 1999	21/03/2000	3,25%	7,45%	6,27%
1º TRI 2000	10/05/2000	10,26%	3,56%	8,53%
2º TRI 2000	14/08/2000	6,20%	12,83%	2,34%
3º TRI 2000	14/11/2000	0,03%	1,39%	0,01%
4º TRI 2000	23/03/2001	2,69%	10,20%	3,87%
1º TRI 2001	15/05/2001	4,32%	3,49%	1,15%
2º TRI 2001	13/08/2001	8,27%	5,60%	11,75%
3º TRI 2001	09/11/2001	4,28%	2,11%	1,45%
4º TRI 2001	26/03/2002	4,24%	1,38%	0,08%
1º TRI 2002	30/07/2002	1,45%	1,95%	2,31%
2º TRI 2002	08/08/2002	1,42%	4,00%	1,43%
3º TRI 2002	31/10/2002	5,90%	3,49%	5,46%
4º TRI 2002	12/03/2003	7,51%	0,20%	3,34%
1º TRI 2003	05/05/2003	5,32%	3,62%	18,61%
2º TRI 2003	14/08/2003	10,00%	4,93%	0,05%
3º TRI 2003	19/11/2003	3,98%	9,08%	1,80%
4º TRI 2003	18/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,53	4,99	4,50

TRASM PAULISTA PN TRPLP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	15/07/1999	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1999	15/07/1999	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1999	25/08/1999	46,99%	12,20%	1,27%
3º TRI 1999	16/11/1999	56,36%	11,13%	7,64%
4º TRI 1999	24/03/2000	7,91%	3,67%	8,30%
1º TRI 2000	15/05/2000	9,73%	8,20%	4,82%
2º TRI 2000	14/08/2000	4,81%	4,17%	3,47%
3º TRI 2000	14/11/2000	3,32%	10,63%	3,90%
4º TRI 2000	23/03/2001	11,95%	9,37%	0,76%
1º TRI 2001	14/05/2001	15,61%	3,03%	3,22%
2º TRI 2001	24/08/2001	0,57%	2,27%	8,20%
3º TRI 2001	14/11/2001	4,94%	6,72%	1,81%
4º TRI 2001	26/03/2002	4,64%	0,56%	1,60%
1º TRI 2002	15/05/2002	4,13%	12,30%	5,90%
2º TRI 2002	13/08/2002	4,35%	2,10%	1,76%
3º TRI 2002	14/11/2002	2,83%	0,21%	9,83%
4º TRI 2002	24/03/2003	8,77%	0,45%	1,48%
1º TRI 2003	19/05/2003	8,89%	12,76%	5,87%
2º TRI 2003	04/09/2003	14,47%	9,82%	15,63%
3º TRI 2003	13/11/2003	5,88%	3,57%	5,63%
4º TRI 2003	24/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		10,29	5,39	4,34

WEG S.A PN ELMJ4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	29/06/1998	2,00%	2,04%	2,30%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	09/11/1998	0,00%	3,40%	0,00%
4º TRI 1998	25/03/1999	4,10%	1,58%	7,32%
1º TRI 1999	12/05/1999	4,50%	12,10%	5,10%
2º TRI 1999	09/08/1999	6,50%	3,47%	0,00%
3º TRI 1999	08/11/1999	17,38%	2,99%	0,70%
4º TRI 1999	27/03/2000	6,30%	4,60%	5,51%
1º TRI 2000	09/05/2000	0,02%	5,51%	6,60%
2º TRI 2000	03/08/2000	6,00%	4,42%	2,08%
3º TRI 2000	03/11/2000	0,36%	0,61%	3,00%
4º TRI 2000	28/02/2001	7,30%	2,39%	9,00%
1º TRI 2001	07/05/2001	15,93%	0,41%	1,47%
2º TRI 2001	03/07/2001	1,60%	4,87%	1,60%
3º TRI 2001	18/10/2001	5,51%	6,84%	2,50%
4º TRI 2001	28/02/2002	0,42%	1,03%	2,30%
1º TRI 2002	06/05/2002	1,20%	0,46%	0,24%
2º TRI 2002	18/07/2002	4,10%	0,50%	1,06%
3º TRI 2002	17/10/2002	13,76%	1,77%	4,45%
4º TRI 2002	14/02/2003	6,04%	0,52%	2,90%
1º TRI 2003	03/04/2003	5,93%	0,60%	5,71%
2º TRI 2003	17/07/2003	6,34%	0,42%	10,24%
3º TRI 2003	16/10/2003	8,60%	8,81%	2,00%
4º TRI 2003	13/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,39	3,01	3,31

UNIBANCO HOLDS ON UBBR3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	16/04/1998	0,75%	3,93%	7,17%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	09/02/1999	0,96%	3,83%	25,35%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	17/02/2000	0,13%	2,44%	2,70%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000	15/08/2000	0,22%	0,67%	1,00%
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	15/02/2001	1,10%	1,09%	0,94%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	20/08/2002	0,00%	0,00%	1,48%
3º TRI 2001	09/11/2002	0,28%	2,02%	0,00%
4º TRI 2001	21/02/2002	1,70%	1,30%	0,69%
1º TRI 2002	09/05/2002	0,68%	0,90%	1,53%
2º TRI 2002	20/08/2002	3,28%	1,43%	2,12%
3º TRI 2002	12/11/2002	0,02%	0,66%	0,02%
4º TRI 2002	13/02/2003	0,00%	0,50%	7,02%
1º TRI 2003	12/05/2003	2,34%	0,11%	9,88%
2º TRI 2003	14/08/2003	10,13%	12,83%	4,50%
3º TRI 2003	16/12/2003	1,41%	11,91%	2,83%
4º TRI 2003	12/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		1,44	2,73	4,20

UNIBANCO S.APN UBBR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	29/04/1998	1,33%	10,54%	1,33%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999	06/08/1999	9,36%	7,34%	9,35%
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	29/02/2000	2,93%	5,37%	2,93%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	15/02/2001	6,50%	0,48%	6,40%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	09/11/2001	0,83%	0,54%	0,83%
4º TRI 2001	21/02/2002	1,11%	1,87%	1,20%
1º TRI 2002	13/05/2002	4,60%	1,97%	4,57%
2º TRI 2002	19/08/2002	12,40%	6,62%	12,55%
3º TRI 2002	12/11/2002	10,15%	0,44%	10,15%
4º TRI 2002	13/02/2003	12,86%	1,39%	22,86%
1º TRI 2003	15/05/2003	2,71%	3,61%	2,71%
2º TRI 2003	14/08/2003	0,86%	2,66%	0,87%
3º TRI 2003	17/11/2003	3,33%	5,43%	3,33%
4º TRI 2003	12/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,93	3,45	5,65

S.A ALIMEN VIGOR PN VGOR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1998	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	09/03/1999	8,91%	4,87%	2,25%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	28/03/2000	10,39%	4,18%	4,36%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000	09/01/2001	48,88%	0,00%	9,76%
4º TRI 2000	27/04/2001	1,76%	33,40%	0,00%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	03/12/2001	4,38%	22,68%	0,00%
4º TRI 2001	10/04/2002	0,00%	0,00%	0,10%
1º TRI 2002	28/05/2002	0,00%	0,10%	0,00%
2º TRI 2002	21/08/2002	0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 2002	06/01/2003	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2002	14/03/2003	0,00%	0,00%	7,57%
1º TRI 2003	15/05/2003	0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 2003	14/08/2003	0,02%	0,00%	6,04%
3º TRI 2003	12/11/2003	8,24%	0,00%	18,80%
4º TRI 2003	05/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,51	4,35	3,26

VOTORANTIM CEL E PAPEL PN VCPA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	31/03/1998	1,91%	7,57%	4,50%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/11/1998	1,86%	8,40%	4,30%
4º TRI 1998	05/03/1999	15,54%	0,56%	28,37%
1º TRI 1999	17/05/1999	1,01%	18,15%	6,38%
2º TRI 1999	05/08/1999	1,50%	6,20%	10,10%
3º TRI 1999	05/11/1999	6,28%	0,60%	13,86%
4º TRI 1999	01/03/2000	2,91%	5,90%	12,54%
1º TRI 2000	09/05/2000	6,35%	5,50%	9,47%
2º TRI 2000	20/07/2000	6,99%	9,47%	2,90%
3º TRI 2000	17/10/2000	13,10%	5,10%	12,21%
4º TRI 2000	08/02/2001	7,18%	3,39%	2,90%
1º TRI 2001	17/04/2001	7,44%	2,70%	1,70%
2º TRI 2001	17/07/2001	5,23%	5,60%	4,72%
3º TRI 2001	15/10/2001	9,68%	4,39%	4,50%
4º TRI 2001	31/01/2002	4,50%	5,50%	0,10%
1º TRI 2002	24/04/2002	2,71%	4,54%	6,91%
2º TRI 2002	15/07/2002	7,90%	4,13%	1,30%
3º TRI 2002	16/10/2002	6,01%	1,91%	2,92%
4º TRI 2002	06/02/2003	4,93%	1,00%	2,20%
1º TRI 2003	06/05/2003	7,88%	4,60%	4,78%
2º TRI 2003	17/07/2003	7,32%	11,43%	8,35%
3º TRI 2003	03/11/2003	3,10%	0,01%	11,16%
4º TRI 2003	20/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Media das Médias		5,71	5,07	6,79

Anexo B – Variação Média Absoluta: Empresas do Grupo 2

MARCOPOLO PN POM04				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997	25/03/1998	0,82%	3,59%	4,62%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1998	15/12/1998	0,50%	0,75%	2,40%
4º TRI 1998	19/03/1999	4,95%	4,77%	7,28%
1º TRI 1999	04/06/1999	10,37%	3,14%	0,50%
2º TRI 1999	16/08/1999	2,73%	4,76%	5,91%
3º TRI 1999	17/11/1999	5,94%	10,27%	1,48%
4º TRI 1999	03/04/2000	8,02%	10,32%	0,13%
1º TRI 2000	19/07/2000	1,89%	1,34%	3,04%
2º TRI 2000	10/08/2000	0,95%	4,97%	5,37%
3º TRI 2000	13/11/2000	1,27%	2,67%	2,99%
4º TRI 2000	28/02/2001	0,73%	0,34%	0,15%
1º TRI 2001	17/05/2001	1,22%	0,44%	0,24%
2º TRI 2001	07/08/2001	0,21%	0,26%	4,09%
3º TRI 2001	09/11/2001	6,49%	6,99%	0,29%
4º TRI 2001	17/09/2002	4,50%	6,41%	10,59%
1º TRI 2002	09/05/2002	1,53%	2,37%	1,13%
2º TRI 2002	06/08/2002	5,88%	4,28%	5,99%
3º TRI 2002	17/01/2003	5,10%	2,57%	0,13%
4º TRI 2002	26/02/2003	5,29%	0,43%	1,39%
1º TRI 2003	09/05/2003	1,88%	1,05%	0,78%
2º TRI 2003	30/07/2003	6,37%	3,01%	5,19%
3º TRI 2003	13/11/2003	1,55%	6,71%	1,92%
4º TRI 2003	01/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		3,01	3,13	2,52

BRDESCO PN BBDC4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997	26/06/1998	4,05%	0,30%	2,36%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1998	03/11/1998	20,79%	0,68%	9,64%
4º TRI 1998	27/01/1999	22,99%	4,64%	7,53%
1º TRI 1999	30/04/1999	13,15%	5,98%	6,04%
2º TRI 1999	28/07/1999	7,83%	2,59%	4,49%
3º TRI 1999	28/10/1999	8,92%	0,23%	4,94%
4º TRI 1999	01/02/2000	0,20%	5,70%	1,85%
1º TRI 2000	28/04/2000	4,50%	12,35%	13,03%
2º TRI 2000	09/08/2000	6,47%	5,58%	2,18%
3º TRI 2000	27/10/2000	6,96%	12,37%	6,86%
4º TRI 2000	05/03/2001	0,66%	5,69%	0,83%
1º TRI 2001	10/08/2001	1,77%	2,50%	12,23%
2º TRI 2001	14/08/2001	4,27%	4,24%	12,96%
3º TRI 2001	29/10/2001	3,10%	6,60%	2,74%
4º TRI 2001	05/02/2002	2,87%	1,73%	1,07%
1º TRI 2002	29/05/2002	3,26%	1,54%	3,57%
2º TRI 2002	05/08/2002	0,86%	15,36%	0,89%
3º TRI 2002	31/10/2002	2,34%	8,83%	2,34%
4º TRI 2002	03/02/2003	1,94%	8,82%	9,29%
1º TRI 2003	05/05/2003	1,92%	2,69%	1,41%
2º TRI 2003	04/08/2003	0,02%	4,83%	1,82%
3º TRI 2003	27/10/2003	1,00%	0,97%	13,78%
4º TRI 2003	02/02/2004	33,68%	2,30%	7,39%
Média das Médias		5,91	4,48	4,97

TELEMAR TELE N L PN TNLP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	21/07/2000	3,11	6,63	13,39
1º TRI 2000	21/07/2000	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2000	14/08/2000	7,10	1,47	5,54
3º TRI 2000	14/11/2000	3,48	6,19	8,62
4º TRI 2000	28/03/2001	4,75	14,37	5,94
1º TRI 2001	30/04/2002	5,26	1,99	0,67
2º TRI 2001	30/04/2002	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2001	30/04/2002	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2001	07/05/2002	1,78	1,65	0,16
1º TRI 2002	25/06/2002	5,51	9,14	8,89
2º TRI 2002	14/08/2002	2,15	1,19	13,62
3º TRI 2002	26/11/2002	5,34	3,71	0,64
4º TRI 2002	21/03/2003	9,93	9,29	7,52
1º TRI 2003	15/05/2003	4,30	8,89	3,19
2º TRI 2003	13/08/2003	12,62	3,62	4,18
3º TRI 2003	14/11/2003	0,71	3,26	3,18
4º TRI 2003	18/02/2004	0,00	0,00	3,34
Média das Médias		3,88	4,20	4,64

TELEMAR N L PNA TMAR5				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	29/03/1999	0,00	0,00	13,39
1º TRI 1999	15/04/1999	0,00	0,00	5,54
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	27/03/2000	0,00	0,00	8,62
1º TRI 2000	16/05/2001	0,00	0,00	5,94
2º TRI 2000	02/07/2001	0,00	0,00	0,67
3º TRI 2000	02/07/2001	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2000	11/06/2001	0,00	0,00	0,16
1º TRI 2001	16/11/2001	6,25	14,14	8,89
2º TRI 2001	16/11/2001	0,00	0,00	0
3º TRI 2001	16/11/2001	0,00	0,00	0
4º TRI 2001	27/03/2002	6,74	5,16	13,62
1º TRI 2002	15/05/2002	3,02	4,28	0,64
2º TRI 2002	08/08/2002	2,58	10,09	7,52
3º TRI 2002	05/11/2002	3,60	7,96	3,19
4º TRI 2002	06/03/2003	1,25	4,00	4,18
1º TRI 2003	30/04/2003	6,52	2,92	3,18
2º TRI 2003	31/07/2003	3,32	0,14	3,34
3º TRI 2003	31/10/2003	3,79	11,61	5,14
4º TRI 2003	30/01/2004	28,59	6,71	0,00
Média das Médias		3,46	3,53	4,42

PETROBRAS ON PETR3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/11/1998	4,30	9,77	13,39
4º TRI 1998	01/03/1999	49,25	0,45	5,54
1º TRI 1999	17/05/1999	8,49	10,07	8,62
2º TRI 1999	16/08/1999	2,05	6,32	5,94
3º TRI 1999	17/11/1999	8,51	15,25	0,67
4º TRI 1999	23/03/2000	2,18	0,41	0,16
1º TRI 2000	15/05/2000	1,41	1,25	8,89
2º TRI 2000	16/08/2000	12,79	1,24	13,62
3º TRI 2000	16/11/2000	3,09	2,48	0,64
4º TRI 2000	22/02/2001	1,44	4,62	7,52
1º TRI 2001	31/05/2001	2,87	5,82	3,19
2º TRI 2001	21/08/2001	1,46	2,10	4,18
3º TRI 2001	14/11/2001	6,16	1,51	3,18
4º TRI 2001	20/02/2002	13,66	2,11	3,34
1º TRI 2002	26/07/2002	2,39	8,63	5,14
2º TRI 2002	09/08/2002	1,22	4,33	0,00
3º TRI 2002	13/11/2002	5,36	6,15	0,00
4º TRI 2002	12/03/2003	10,30	5,30	0,00
1º TRI 2003	15/05/2003	1,36	8,07	0,00
2º TRI 2003	18/08/2003	3,89	0,45	0,00
3º TRI 2003	13/11/2003	5,99	0,06	0,00
4º TRI 2003	04/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		6,74	4,38	3,82

EMBRATEL PN EBTP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/04/1999	3,60	4,95	13,39
4º TRI 1998	16/04/1999	0	0	0
1º TRI 1999	17/05/1999	5,65	5,64	5,54
2º TRI 1999	29/07/1999	8,55	9,87	8,62
3º TRI 1999	16/11/1999	8,45	34,99	5,94
4º TRI 1999	21/03/2000	1,56	10,65	0,67
1º TRI 2000	04/05/2000	10,51	0,00	0,16
2º TRI 2000	01/08/2000	0,76	4,76	8,89
3º TRI 2000	13/11/2000	6,03	2,57	13,62
4º TRI 2000	14/03/2001	10,63	2,68	0,64
1º TRI 2001	15/05/2001	0,08	5,08	7,52
2º TRI 2001	03/08/2001	15,30	3,08	3,19
3º TRI 2001	14/11/2001	14,38	18,29	4,18
4º TRI 2001	19/03/2002	12,29	1,78	3,18
1º TRI 2002	15/05/2002	12,17	22,28	3,34
2º TRI 2002	15/08/2002	32,07	5,90	5,14
3º TRI 2002	14/11/2002	24,69	5,33	0,00
4º TRI 2002	17/03/2003	1,17	1,99	0,00
1º TRI 2003	16/05/2003	7,83	0,64	0,00
2º TRI 2003	12/08/2003	6,41	8,37	0,00
3º TRI 2003	07/11/2003	3,29	2,51	0,00
4º TRI 2003	17/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		8,43	6,88	3,82

AMBEV PN AMBV4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	30/03/1999	1,01	1,68	13,39
1º TRI 1999	28/05/1999	3,26	6,95	5,54
2º TRI 1999	13/08/1999	0,12	9,40	8,62
3º TRI 1999	29/11/1999	8,61	3,08	5,94
4º TRI 1999	30/03/2000	8,66	13,92	0,67
1º TRI 2000	02/06/2000	12,31	0,63	0,16
2º TRI 2000	14/08/2000	1,16	2,64	8,89
3º TRI 2000	31/10/2000	3,68	3,67	13,62
4º TRI 2000	08/03/2001	1,23	0,44	0,64
1º TRI 2001	03/05/2001	7,52	2,41	7,52
2º TRI 2001	09/08/2001	0,74	0,12	3,19
3º TRI 2001	12/11/2001	5,98	7,19	4,18
4º TRI 2001	04/03/2002	3,86	2,04	3,18
1º TRI 2002	15/05/2002	2,79	1,50	3,34
2º TRI 2002	12/08/2002	5,57	4,06	5,14
3º TRI 2002	11/11/2002	2,68	14,04	0,00
4º TRI 2002	00/01/1900	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2003	26/09/2003	1,99	5,19	0,00
2º TRI 2003	02/10/2003	3,76	4,66	0,00
3º TRI 2003	10/11/2003	6,59	2,00	0,00
4º TRI 2003	03/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		3,88	4,08	4,00

TELESP CEL PART PN TSP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	31,49	22,31	13,39
4º TRI 1998	02/03/1999	5,18	14,20	5,54
1º TRI 1999	13/08/1999	3,94	10,62	8,62
2º TRI 1999	13/08/1999	0,00	0,00	0,00
3º TRI 1999	16/11/1999	15,94	6,32	5,94
4º TRI 1999	04/02/2000	19,26	7,20	0,67
1º TRI 2000	15/05/2000	2,88	15,37	0,16
2º TRI 2000	31/07/2000	13,43	5,28	8,89
3º TRI 2000	14/11/2000	9,34	0,14	13,62
4º TRI 2000	01/02/2001	8,32	1,82	0,64
1º TRI 2001	15/05/2001	12,69	4,66	7,52
2º TRI 2001	13/08/2001	2,13	3,09	3,19
3º TRI 2001	14/11/2001	22,55	8,04	4,18
4º TRI 2001	11/03/2002	16,01	2,35	3,18
1º TRI 2002	07/05/2002	2,98	1,36	3,34
2º TRI 2002	09/08/2002	3,71	0,88	5,14
3º TRI 2002	25/10/2002	23,31	6,10	0,00
4º TRI 2002	18/02/2003	3,23	9,43	0,00
1º TRI 2003	28/04/2003	3,20	1,22	0,00
2º TRI 2003	25/07/2003	9,55	0,76	0,00
3º TRI 2003	29/10/2003	11,52	2,19	0,00
4º TRI 2003	17/02/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		10,03	5,61	3,82

BRASIL TELECOM PN BRTO4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	02/06/1998	10,01%	1,34%	9,71%
4º TRI 1998	16/11/1998	2,96%	15,55%	4,04%
1º TRI 1999	17/05/1999	6,73%	29,09%	0,40%
2º TRI 1999	16/08/1999	0,77%	1,27%	18,67%
3º TRI 1999	16/11/1999	9,13%	11,83%	4,92%
4º TRI 1999	29/03/2000	1,06%	0,41%	7,82%
1º TRI 2000	17/05/2000	5,76%	11,99%	6,71%
2º TRI 2000	16/08/2000	0,75%	6,96%	9,51%
3º TRI 2000	21/11/2000	7,32%	0,53%	6,54%
4º TRI 2000	11/04/2001	2,81%	5,50%	4,52%
1º TRI 2001	17/05/2001	5,50%	2,79%	1,46%
2º TRI 2001	16/08/2001	14,13%	2,18%	6,09%
3º TRI 2001	21/11/2001	2,63%	21,77%	0,70%
4º TRI 2001	18/12/2002	2,93%	0,09%	8,73%
1º TRI 2002	27/05/2002	2,92%	1,12%	3,10%
2º TRI 2002	14/08/2002	3,48%	3,78%	1,68%
3º TRI 2002	08/11/2002	8,37%	6,44%	0,71%
4º TRI 2002	21/03/2003	0,95%	2,85%	6,43%
1º TRI 2003	14/05/2003	2,03%	7,31%	0,69%
2º TRI 2003	07/08/2003	5,29%	7,93%	0,23%
3º TRI 2003	06/11/2003	2,19%	1,83%	2,92%
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,44	6,48	4,80

BRASIL TELECOM PART PN BRTP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	05/04/1999	4,42%	3,41%	22,70%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	30/03/2000	8,01%	6,37%	1,68%
1º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
2º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
3º TRI 2000	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
4º TRI 2000	11/04/2001	2,34%	5,28%	2,11%
1º TRI 2001	17/05/2001	1,83%	2,94%	4,83%
2º TRI 2001	16/08/2001	14,91%	2,12%	3,95%
3º TRI 2001	21/11/2001	1,78%	10,45%	5,12%
4º TRI 2001	28/03/2002	8,21%	0,18%	6,20%
1º TRI 2002	27/05/2002	0,53%	1,67%	0,75%
2º TRI 2002	14/08/2002	8,25%	8,31%	1,59%
3º TRI 2002	08/11/2002	10,76%	8,35%	0,59%
4º TRI 2002	21/03/2003	3,93%	3,93%	2,75%
1º TRI 2003	14/05/2003	1,87%	7,03%	1,77%
2º TRI 2003	07/08/2003	5,34%	7,96%	0,49%
3º TRI 2003	06/11/2003	0,02%	5,00%	0,26%
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,32	4,55	3,85

USIMINAS PNA USIN5				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	03/04/1998	1,56	4,44	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	18/11/1998	8,64	3,10	5,54
4º TRI 1998	20/04/1999	43,20	30,09	8,62
1º TRI 1999	17/05/1999	3,27	9,48	5,94
2º TRI 1999	16/08/1999	7,30	14,83	0,67
3º TRI 1999	16/11/1999	2,30	9,39	0,16
4º TRI 1999	16/03/2000	1,89	5,75	8,89
1º TRI 2000	15/05/2000	4,84	9,42	13,62
2º TRI 2000	15/08/2000	6,61	6,87	0,64
3º TRI 2000	08/11/2000	2,27	0,33	7,52
4º TRI 2000	15/03/2001	12,64	0,04	3,19
1º TRI 2001	14/05/2001	20,63	6,02	4,18
2º TRI 2001	14/08/2001	3,73	0,66	3,18
3º TRI 2001	14/11/2001	31,05	11,17	3,34
4º TRI 2001	18/03/2002	2,39	1,25	5,14
1º TRI 2002	10/05/2002	3,93	5,73	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	6,15	6,28	0,00
3º TRI 2002	14/11/2002	10,21	8,66	0,00
4º TRI 2002	28/03/2003	20,37	2,97	0,00
1º TRI 2003	15/05/2003	5,10	0,93	0,00
2º TRI 2003	13/08/2003	14,22	2,63	0,00
3º TRI 2003	10/11/2003	10,32	0,88	0,00
4º TRI 2003	09/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		9,68	6,13	3,65

ELETROBRAS PNB ELET6				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	27/03/1998	0,68	5,73	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	8,60	12,08	5,54
4º TRI 1998	08/03/1999	10,96	5,77	8,62
1º TRI 1999	00/01/1900	8,75	15,67	5,94
2º TRI 1999	13/08/1999	2,14	9,45	0,67
3º TRI 1999	16/11/1999	1,79	9,06	0,16
4º TRI 1999	16/03/2000	1,20	1,59	8,89
1º TRI 2000	15/05/2000	0,26	8,00	13,62
2º TRI 2000	15/08/2000	4,81	7,40	0,64
3º TRI 2000	16/11/2000	1,00	0,75	7,52
4º TRI 2000	23/03/2001	0,50	0,32	3,19
1º TRI 2001	14/05/2001	13,07	1,56	4,18
2º TRI 2001	15/08/2001	1,70	7,87	3,18
3º TRI 2001	12/11/2001	2,96	5,07	3,34
4º TRI 2001	01/04/2002	0,08	3,17	5,14
1º TRI 2002	09/07/2002	8,29	0,83	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	7,56	0,68	0,00
3º TRI 2002	13/11/2002	5,38	6,48	0,00
4º TRI 2002	19/03/2003	6,27	9,84	0,00
1º TRI 2003	15/05/2003	2,08	13,36	0,00
2º TRI 2003	12/08/2003	4,96	8,57	0,00
3º TRI 2003	12/11/2003	0,70	6,04	0,00
4º TRI 2003	01/04/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		4,08	6,05	3,65

CVRD ON VALE3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1998	1,66	16,00	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	06/01/1999	19,64	0,41	5,54
1º TRI 1999	22/03/1999	2,02	4,32	8,62
2º TRI 1999	13/05/1999	5,82	9,25	5,94
3º TRI 1999	04/08/1999	3,17	4,67	0,67
4º TRI 1999	04/11/1999	17,25	1,22	0,16
1º TRI 2000	01/03/2000	13,75	6,28	8,89
2º TRI 2000	02/05/2000	4,59	4,01	13,62
3º TRI 2000	04/10/2000	0,12	8,66	0,64
4º TRI 2000	25/10/2000	4,37	4,44	7,52
1º TRI 2001	25/03/2001	0,00	0,00	3,19
2º TRI 2001	22/05/2001	3,08	3,56	4,18
3º TRI 2001	19/07/2001	0,93	1,36	3,18
4º TRI 2001	09/03/2002	0,00	0,00	3,34
1º TRI 2002	03/05/2002	5,23	0,35	5,14
2º TRI 2002	15/05/2002	5,08	3,44	0,00
3º TRI 2002	14/08/2002	1,20	2,75	0,00
4º TRI 2002	13/11/2002	4,88	1,44	0,00
1º TRI 2003	26/02/2003	0,04	1,38	0,00
2º TRI 2003	14/05/2003	3,86	1,05	0,00
3º TRI 2003	10/10/2003	5,19	7,05	0,00
4º TRI 2003	08/12/2003	20,94	5,67	0,00
Média das Médias		5,58	3,97	3,82

CEMIG PN CMIG4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	29/03/1998	0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	15/03/2000	4,99%	4,40%	10,10%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000				
1º TRI 2001	30/03/2001	4,53%	8,99%	3,95%
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	04/12/2001	9,31%	3,57%	0,85%
4º TRI 2001	28/03/2003	3,40%	3,75%	3,60%
1º TRI 2002	28/05/2003	2,46%	2,23%	2,43%
2º TRI 2002	22/01/2003	7,46%	6,14%	6,65%
3º TRI 2002	30/01/2003	6,01%	1,36%	3,21%
4º TRI 2002	22/04/2003	6,53%	5,57%	3,55%
1º TRI 2003	05/06/2003	0,72%	3,69%	1,92%
2º TRI 2003	31/07/2003	3,02%	1,02%	15,51%
3º TRI 2003	10/11/2003	1,80%	4,91%	7,48%
4º TRI 2003	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		3,86	3,51	4,56

ITAUBANCO PN ITAU4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	30/09/2003	2,80%	5,35%	1,99%
4º TRI 1998	30/09/2003			
1º TRI 1999	30/09/2003			
2º TRI 1999	30/09/2003			
3º TRI 1999	30/09/2003			
4º TRI 1999	30/09/2003			
1º TRI 2000	30/09/2003			
2º TRI 2000	30/09/2003			
3º TRI 2000	30/09/2003			
4º TRI 2000	30/09/2003			
1º TRI 2001	30/09/2003			
2º TRI 2001	30/09/2003			
3º TRI 2001	30/09/2003			
4º TRI 2001	30/09/2003			
1º TRI 2002	30/09/2003			
2º TRI 2002	30/09/2003			
3º TRI 2002	30/09/2003			
4º TRI 2002	30/09/2003			
1º TRI 2003	15/05/2003	1,79%	1,36%	1,39%
2º TRI 2003	05/08/2003	0,59%	8,01%	4,00%
3º TRI 2003	27/11/2003	8,59%	1,11%	8,19%
4º TRI 2003	17/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		2,75	3,17	3,11

CVRD PNA VALE5				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	25/03/1998	0,85%	7,80%	0,92%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	06/01/1999	26,76%	5,03%	0,70%
4º TRI 1998	22/03/1999	0,91%	4,18%	11,02%
1º TRI 1999	13/05/1999	5,24%	12,25%	12,83%
2º TRI 1999	04/08/1999	0,58%	3,00%	3,00%
3º TRI 1999	04/11/1999	8,27%	1,86%	2,92%
4º TRI 1999	01/03/2000	9,25%	6,18%	5,28%
1º TRI 2000	02/05/2000	1,81%	8,30%	7,52%
2º TRI 2000	04/10/2000	1,80%	8,52%	2,00%
3º TRI 2000	25/10/2000	4,02%	7,40%	3,58%
4º TRI 2000	25/03/2002	1,48%	1,29%	1,06%
1º TRI 2001	22/05/2001	2,39%	7,20%	5,50%
2º TRI 2001	19/07/2001	0,43%	0,31%	0,52%
3º TRI 2001	09/03/2002	0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 2001	03/05/2002	6,01%	1,40%	3,67%
1º TRI 2002	15/05/2002	5,13%	4,07%	7,46%
2º TRI 2002	14/08/2002	0,82%	4,09%	9,33%
3º TRI 2002	13/11/2002	2,03%	1,57%	0,86%
4º TRI 2002	26/02/2003	1,22%	1,83%	6,30%
1º TRI 2003	14/05/2003	3,08%	0,47%	2,24%
2º TRI 2003	10/10/2003	4,39%	5,84%	2,02%
3º TRI 2003	08/12/2003	18,14%	5,85%	0,75%
4º TRI 2003	00/01/1900	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,55	4,28	3,89

GERDAU S.A PN GGBR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	4,76%	0,63%	17,71%
4º TRI 1998	02/03/1999	11,12%	6,51%	15,04%
1º TRI 1999	05/05/1998	14,09%	18,52%	7,40%
2º TRI 1999	30/07/1999	13,32%	8,06%	9,96%
3º TRI 1999	27/10/1999	6,13%	5,24%	4,22%
4º TRI 1999	02/03/2000	5,94%	2,80%	4,25%
1º TRI 2000	03/05/2000	1,42%	0,70%	17,56%
2º TRI 2000	27/07/2000	0,76%	0,48%	0,45%
3º TRI 2000	24/10/2000	2,84%	11,33%	9,84%
4º TRI 2000	20/02/2001	7,74%	5,04%	0,61%
1º TRI 2001	14/03/2001	10,77%	0,35%	1,03%
2º TRI 2001	14/03/2001	1,71%	0,35%	1,03%
3º TRI 2001	14/03/2001	1,71%	0,35%	1,03%
4º TRI 2001	15/04/2002	13,17%	1,28%	9,15%
1º TRI 2002	28/05/2002	4,00%	9,15%	2,54%
2º TRI 2002	23/08/2002	5,20%	8,03%	10,25%
3º TRI 2002	30/12/2002	1,93%	3,53%	3,54%
4º TRI 2002	31/03/2003	2,86%	4,35%	13,79%
1º TRI 2003	30/04/2003	16,71%	7,26%	1,43%
2º TRI 2003	30/07/2003	1,00%	1,69%	7,83%
3º TRI 2003	30/10/2003	2,51%	0,64%	13,96%
4º TRI 2003	18/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		5,90	4,38	6,94

PETROBRAS PN PETR4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
4º TRI 1997		0,00%	0,00%	0,00%
1º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
2º TRI 1998		0,00%	0,00%	0,00%
3º TRI 1998	16/11/1998	4,90%	16,83%	12,80%
4º TRI 1998	01/03/1999	17,53%	4,51%	21,05%
1º TRI 1999	17/05/1999	8,55%	7,67%	7,66%
2º TRI 1999	16/08/1999	0,23%	7,68%	8,18%
3º TRI 1999	17/11/1999	8,63%	17,62%	5,29%
4º TRI 1999	23/03/2000	2,13%	1,30%	4,74%
1º TRI 2000	15/05/2000	1,32%	3,17%	7,59%
2º TRI 2000	16/08/2000	11,00%	2,13%	5,22%
3º TRI 2000	16/11/2000	1,23%	3,51%	0,99%
4º TRI 2000	22/02/2001	0,20%	4,45%	5,61%
1º TRI 2001	31/05/2001	1,60%	4,85%	4,30%
2º TRI 2001	21/08/2001	3,67%	0,22%	6,51%
3º TRI 2001	14/11/2001	5,41%	2,46%	3,45%
4º TRI 2001	20/02/2002	11,81%	2,94%	2,23%
1º TRI 2002	26/07/2002	3,73%	7,29%	8,57%
2º TRI 2002	09/08/2002	0,77%	5,12%	3,67%
3º TRI 2002	13/11/2002	4,65%	7,08%	4,53%
4º TRI 2002	12/03/2003	10,10%	5,17%	0,40%
1º TRI 2003	15/05/2003	1,58%	8,40%	2,73%
2º TRI 2003	18/08/2003	2,87%	0,82%	2,53%
3º TRI 2003	13/11/2003	6,35%	0,61%	7,35%
4º TRI 2003	04/03/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		4,16	4,38	4,82

Anexo C – Variação Média Absoluta: Empresas do Grupo 3

CAEMI METAL PN CMET4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998	16/04/1998	6,66	23,04	13,39
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999	09/02/1999	2,34	55,15	5,54
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999				
1º TRI 2000	17/02/2000	5,61	13,58	8,62
2º TRI 2000				
3º TRI 2000	15/08/2000	0,58	2,81	5,94
4º TRI 2000				
1º TRI 2001	15/02/2001	4,34	2,68	0,67
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	20/08/2001	1,50	0,49	0,16
4º TRI 2001	09/11/2001	0,50	5,30	8,89
1º TRI 2002	21/02/2002	7,03	3,20	13,62
2º TRI 2002	09/05/2002	1,49	2,28	0,64
3º TRI 2002	20/08/2002	4,99	0,17	7,52
4º TRI 2002	12/11/2002	0,66	1,42	3,19
1º TRI 2003	13/02/2003	7,41	2,01	4,18
2º TRI 2003	12/05/2003	3,08	0,87	3,18
3º TRI 2003	14/08/2003	8,94	8,19	3,34
4º TRI 2003	16/12/2003	15,82	12,31	5,14
Média das Médias		4,73	8,90	5,60

SID. NACIONAL ON CSNA3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	19/03/1998	5,50	12,92	13,39
4º TRI 1998	12/03/1999	27,00	0,80	5,54
1º TRI 1999	21/12/1999	13,61	3,59	8,62
2º TRI 1999	26/01/2000	13,10	11,62	5,94
3º TRI 1999	28/03/2000	9,62	0,79	0,67
4º TRI 1999	15/09/2000	9,33	0,26	0,16
1º TRI 2000	01/11/2000	8,07	8,90	8,89
2º TRI 2000	25/01/2001	5,95	6,38	13,62
3º TRI 2000	11/05/2001	5,79	4,24	0,64
4º TRI 2000	01/10/2001	10,23	14,41	7,52
1º TRI 2001	27/06/2002	11,28	7,71	3,19
2º TRI 2001	26/03/2002	7,53	10,56	4,18
3º TRI 2001	17/09/2002	11,43	6,41	3,18
4º TRI 2001	13/11/2002	16,98	5,40	3,34
1º TRI 2002	26/03/2003	5,98	0,92	5,14
2º TRI 2002	07/05/2003	1,76	3,15	0,00
3º TRI 2002	13/08/2003	14,96	7,66	0,00
4º TRI 2002	13/11/2003	5,28	0,20	0,00
1º TRI 2003	09/03/2004			0,00
2º TRI 2003				
3º TRI 2003				
4º TRI 2003				
Média das Médias		10,19	5,88	4,42

EMBRAER PART PN EBTP4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	31/03/1998	1,62	15,33	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/11/1998	6,21	2,24	5,54
4º TRI 1998	01/04/1999	0,88	4,55	8,62
1º TRI 1999	17/05/1999	7,01	3,85	5,94
2º TRI 1999	16/08/1999	8,89	3,84	0,67
3º TRI 1999	16/11/1999	1,93	4,18	0,16
4º TRI 1999	29/03/2000	2,94	2,65	8,89
1º TRI 2000	15/05/2000	2,90	0,43	13,62
2º TRI 2000	14/08/2000	11,28	0,84	0,64
3º TRI 2000	13/11/2000	5,69	2,11	7,52
4º TRI 2000	23/03/2001	2,82	3,97	3,19
1º TRI 2001	15/05/2001	4,11	1,23	4,18
2º TRI 2001	13/08/2001	15,19	0,70	3,18
3º TRI 2001	14/11/2001	1,18	1,01	3,34
4º TRI 2001	26/03/2002	8,10	7,51	5,14
1º TRI 2002	13/05/2002	2,94	8,78	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	4,18	1,66	0,00
3º TRI 2002	13/11/2002	8,46	0,29	0,00
4º TRI 2002	26/03/2003	12,43	4,91	0,00
1º TRI 2003	13/05/2003	2,06	1,84	0,00
2º TRI 2003	13/08/2003	2,03	2,71	0,00
3º TRI 2003	13/11/2003	5,47	4,50	0,00
4º TRI 2003	17/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		5,15	3,44	3,65

Anexo D – Variação Média absoluta: Empresas do Grupo 4

CAEMI PN CMET4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998	16/04/1998	6,66	23,04	13,39
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	09/02/1999	2,34	55,15	5,54
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	17/02/2000	5,61	13,58	8,62
1º TRI 2000				
2º TRI 2000	15/08/2000	0,58	2,81	5,94
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	15/02/2001	4,34	2,68	0,67
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	20/08/2001	1,50	0,49	0,16
3º TRI 2001	09/11/2001	0,50	5,30	8,89
4º TRI 2001	21/02/2002	7,03	3,20	13,62
1º TRI 2002	09/05/2002	1,49	2,28	0,64
2º TRI 2002	20/08/2002	4,99	0,17	7,52
3º TRI 2002	12/11/2002	0,66	1,42	3,19
4º TRI 2002	13/02/2003	7,41	2,01	4,18
1º TRI 2003	12/05/2003	3,08	0,87	3,18
2º TRI 2003	14/08/2003	8,94	8,19	3,34
3º TRI 2003	16/12/2003	15,82	12,31	5,14
4º TRI 2003				
Média das Médias		4,73	8,90	5,60

CPFL PIRATIN PN CPG4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998				
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999				
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	18/06/2001	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	19/11/2001	12,66	40,09	40,09
4º TRI 2001	27/03/2002	4,09	4,07	4,07
1º TRI 2002	15/05/2002	4,67	2,41	2,41
2º TRI 2002	07/08/2002	7,64	2,62	2,62
3º TRI 2002	14/11/2002	7,84	0,36	0,36
4º TRI 2002	28/03/2003	0,98	0,00	0,00
1º TRI 2003	14/05/2003	0,56	0,00	0,00
2º TRI 2003	14/08/2003	22,80	0,46	0,46
3º TRI 2003	14/11/2003	6,89	11,16	11,16
4º TRI 2003				
Média das Médias		6,81	6,12	6,12

GERDAU ON GGBR3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	0,00	0,00	13,39
4º TRI 1998	02/03/1999	0,00	0,00	5,54
1º TRI 1999	05/05/1999	14,29	21,15	8,62
2º TRI 1999	30/07/1999	0,00	0,00	5,94
3º TRI 1999	27/10/1999	1,51	0,00	0,67
4º TRI 1999	02/03/2000	1,45	8,00	-0,16
1º TRI 2000	03/05/2000	8,07	0,00	8,89
2º TRI 2000	27/07/2000	0,25	3,32	13,62
3º TRI 2000	24/10/2000	0,00	0,00	0,64
4º TRI 2000	20/02/2001	1,56	2,89	7,52
1º TRI 2001	14/03/2001	0,00	1,56	3,19
2º TRI 2001	14/03/2001	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2001	14/03/2001	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2001	15/04/2002	4,83	6,53	4,18
1º TRI 2002	28/05/2002	9,77	2,54	3,18
2º TRI 2002	23/08/2002	6,77	1,06	3,34
3º TRI 2002	30/12/2002	1,63	12,09	5,14
4º TRI 2002	31/03/2003	0,26	2,56	0,00
1º TRI 2003	30/04/2003	13,79	5,25	0,00
2º TRI 2003	30/07/2003	3,92	3,72	0,00
3º TRI 2003	30/10/2003	0,68	5,07	0,00
4º TRI 2003	18/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		3,13	3,44	3,81

BUNGE BRASIL PN MSAN4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	01/04/1998	12,32	9,94	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/11/1998	0,00	0,00	5,54
4º TRI 1998	12/03/1999	14,10	0,95	8,62
1º TRI 1999	14/05/1999	10,85	6,31	5,94
2º TRI 1999	13/08/1999	0,00	0,00	0,67
3º TRI 1999	16/11/1999	6,06	9,46	0,16
4º TRI 1999	21/03/2000	3,60	2,99	8,89
1º TRI 2000	15/05/2000	0,00	0,00	13,62
2º TRI 2000	15/08/2000	5,60	4,17	0,64
3º TRI 2000	14/11/2000	22,22	0,00	7,52
4º TRI 2000	19/03/2001	0,51	1,55	3,19
1º TRI 2001	15/05/2001	1,12	18,52	4,18
2º TRI 2001	15/08/2001	1,45	0,00	3,18
3º TRI 2001	13/11/2001	0,00	2,74	3,34
4º TRI 2001	08/04/2002	11,67	12,51	5,14
1º TRI 2002	15/05/2002	3,76	1,37	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	1,82	0,21	0,00
3º TRI 2002	13/11/2002	6,87	12,01	0,00
4º TRI 2002	25/02/2003	3,23	4,92	0,00
1º TRI 2003	29/04/2003	4,69	10,82	0,00
2º TRI 2003	29/07/2003	11,45	18,17	0,00
3º TRI 2003	31/10/2003	0,42	0,77	0,00
4º TRI 2003	18/04/2002	7,96	4,26	0,00
Média das Médias		5,64	5,29	3,65

SADIA PN SDIA4				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	20/11/1998	3,39%	20,85%	5,59%
4º TRI 1998	23/02/1999	1,46%	4,41%	11,21%
1º TRI 1999	11/05/1999	15,43%	15,26%	8,33%
2º TRI 1999	13/08/1999	0,37%	2,47%	3,64%
3º TRI 1999	16/11/1999	2,41%	10,16%	1,28%
4º TRI 1999				
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	14/03/2001	7,61%	0,80%	0,46%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001	28/08/2001	1,83%	0,14%	3,60%
3º TRI 2001	08/11/2001	2,64%	6,26%	2,91%
4º TRI 2001	05/02/2002	0,76%	0,08%	1,25%
1º TRI 2002	03/08/2002	0,05%	5,79%	1,55%
2º TRI 2002	06/08/2002	2,55%	0,73%	0,38%
3º TRI 2002	31/10/2002	6,07%	2,74%	3,70%
4º TRI 2002	03/02/2003	1,08%	8,07%	3,03%
1º TRI 2003	05/05/2003	4,63%	5,30%	4,26%
2º TRI 2003	21/08/2003	17,04%	14,87%	2,04%
3º TRI 2003	18/11/2003	12,55%	2,98%	9,39%
4º TRI 2003	04/02/2004	51,10%	5,38%	6,44%
Média das Médias		7,70	6,25	4,06

IOCHPE MAXION ON MYPK4

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	17/11/1998	35,72	7,56	13,39
4º TRI 1998	30/03/1999	8,06	18,95	5,54
1º TRI 1999	14/05/1999	0,83	8,12	8,62
2º TRI 1999	13/08/1999	5,12	1,85	5,94
3º TRI 1999	16/11/1999	0,92	16,47	0,67
4º TRI 1999	24/03/2000	13,05	8,65	0,16
1º TRI 2000	28/04/2000	1,48	22,56	8,89
2º TRI 2000	25/07/2000	3,02	1,22	13,62
3º TRI 2000	31/10/2000	1,12	2,72	0,64
4º TRI 2000	05/04/2001	4,84	9,43	7,52
1º TRI 2001	25/04/2001	2,59	2,18	3,19
2º TRI 2001	25/07/2001	1,16	2,45	4,18
3º TRI 2001	24/10/2001	0,48	5,38	3,18
4º TRI 2001	23/04/2002	7,83	1,26	3,34
1º TRI 2002	23/04/2002	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2002	23/07/2002	2,45	2,87	5,14
3º TRI 2002	22/10/2002	2,26	0,83	0,00
4º TRI 2002	18/02/2003	1,08	4,03	0,00
1º TRI 2003	23/04/2003	0,01	2,76	0,00
2º TRI 2003	28/07/2003	2,41	1,92	0,00
3º TRI 2003	27/10/2003	13,41	19,68	0,00
4º TRI 2003	18/02/2004		0,00	0,00
Média das Médias		5,13	6,40	3,82

IPIRANGA PETRO ON PTIP3

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	01/04/1998	0,05	1,16	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/01/1998	0,00	0,64	5,54
4º TRI 1998	25/03/1999	17,45	0,73	8,62
1º TRI 1999	17/05/1999	3,11	0,44	5,94
2º TRI 1999	06/08/1999	0,00	4,31	0,67
3º TRI 1999	16/11/1999	7,92	3,70	0,16
4º TRI 1999	28/02/2000	2,50	11,01	8,89
1º TRI 2000	12/05/2000	0,00	2,13	13,62
2º TRI 2000	02/08/2000	12,22	1,56	0,64
3º TRI 2000	06/11/2000	0,00	0,00	7,52
4º TRI 2000	22/03/2001	0,56	0,00	3,19
1º TRI 2001	15/05/2001	0,74	0,18	4,18
2º TRI 2001	01/08/2001	5,40	8,39	3,18
3º TRI 2001	16/11/2001	8,04	9,73	3,34
4º TRI 2001	11/03/2002	0,59	13,90	5,14
1º TRI 2002	15/05/2002	0,63	5,62	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	0,00	2,96	0,00
3º TRI 2002	14/11/2002	0,00	1,16	13,39
4º TRI 2002	31/03/2003	1,33	0,00	0,00
1º TRI 2003	06/05/2003	16,40	1,16	13,39
2º TRI 2003	07/08/2003	6,38	12,05	0,00
3º TRI 2003	12/11/2003	0,00	1,55	0,00
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		3,62	3,58	4,82

IPIRANGA REFINARIA PN RIPI4

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	01/04/1998	0,51	12,11	12,11
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	16/01/1998	5,60	6,30	6,30
4º TRI 1998	25/03/1999	16,46	9,16	9,16
1º TRI 1999	17/05/1999	0,17	7,69	7,69
2º TRI 1999	06/08/1999	9,20	4,86	4,86
3º TRI 1999	16/11/1999	5,77	19,99	19,99
4º TRI 1999	28/02/2000	0,56	4,97	4,97
1º TRI 2000	12/05/2000	5,85	8,81	8,81
2º TRI 2000	02/08/2000	2,25	2,05	2,05
3º TRI 2000	06/11/2000	1,61	9,68	9,68
4º TRI 2000	22/03/2001	7,92	3,04	3,04
1º TRI 2001	15/05/2001	14,00	2,03	2,03
2º TRI 2001	01/08/2001	7,37	8,09	8,09
3º TRI 2001	16/11/2001	5,84	0,53	0,53
4º TRI 2001	11/03/2002	2,07	6,38	6,38
1º TRI 2002	15/05/2002	1,80	5,50	5,50
2º TRI 2002	14/08/2002	15,12	1,19	1,19
3º TRI 2002	14/11/2002	3,63	0,66	0,66
4º TRI 2002	31/03/2003	2,31	4,01	4,01
1º TRI 2003	06/05/2003	42,13	26,32	26,32
2º TRI 2003	07/08/2003	5,13	5,70	5,70
3º TRI 2003	12/11/2003	10,10	8,14	8,14
4º TRI 2003	19/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		7,19	6,83	6,83

KEPLER WEBER ON KEPL3

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	07/08/1998	0,00	0,00	0,00
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	13/11/1998	0,00	0,00	0,00
4º TRI 1998	29/03/1999	0,00	0,00	0,00
1º TRI 1999	07/05/1999	0,00	0,00	0,00
2º TRI 1999	24/08/1999	0,00	0,00	0,00
3º TRI 1999	23/11/1999	0,00	0,00	0,00
4º TRI 1999	26/06/2000	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2000	05/05/2000	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2000	17/08/2000	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2000	16/11/2000	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2000	12/03/2001	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2001	21/05/2001	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2001	17/08/2001	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2001	14/11/2001	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2001	20/03/2002	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2002	14/05/2002	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2002	15/08/2002	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2002	13/11/2002	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2002	18/03/2003	6,05	21,45	21,45
1º TRI 2003	14/05/2003	27,95	0,86	0,86
2º TRI 2003	14/08/2003	4,17	0,00	0,00
3º TRI 2003	12/11/2003	4,03	0,30	0,30
4º TRI 2003	03/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		1,83	0,98	0,98

MONTEIRO ARANHA ON MOAR3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	04/06/1998	10,08	5,99	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	19/11/1998	0,00	26,43	5,54
4º TRI 1998	12/05/1999	0,00	0,00	8,62
1º TRI 1999	02/06/1999	0,00	4,00	5,94
2º TRI 1999	20/10/1999	0,00	0,00	0,67
3º TRI 1999	19/11/1999	16,66	30,52	0,16
4º TRI 1999	19/05/2000	7,50	4,25	8,89
1º TRI 2000	08/06/2000	3,09	8,07	13,62
2º TRI 2000	29/08/2000	7,14	0,18	0,64
3º TRI 2000	29/11/2000	0,00	0,00	7,52
4º TRI 2000	04/06/2001	6,67	5,03	3,19
1º TRI 2001	08/06/2001	10,37	10,16	4,18
2º TRI 2001	05/10/2002	0,00	0,00	3,18
3º TRI 2001	16/11/2001	0,00	0,00	3,34
4º TRI 2001	29/05/2002	0,26	0,26	5,14
1º TRI 2002	11/06/2002	3,17	0,26	0,00
2º TRI 2002	20/08/2002	2,52	2,96	0,00
3º TRI 2002	28/11/2002	0,00	0,00	0,00
4º TRI 2002	19/05/2003	18,55	0,45	0,00
1º TRI 2003	02/06/2003	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2003	15/08/2003	10,20	5,37	0,00
3º TRI 2003	17/11/2003	1,78	1,66	0,00
4º TRI 2003	20/04/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		4,26	4,59	3,65

PETROQ UNIAO PN PQUN4

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	03/09/1998	0,00	0,00	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	12/11/1998	0,00	0,00	5,54
4º TRI 1998	11/03/1999	0,00	0,00	8,62
1º TRI 1999	11/05/1999	2,53	5,59	5,94
2º TRI 1999	12/08/1999	3,10	2,80	0,67
3º TRI 1999	03/11/1999	0,00	0,00	0,16
4º TRI 1999	17/02/2000	0,48	7,30	8,89
1º TRI 2000	03/05/2000	0,47	2,70	13,62
2º TRI 2000	07/08/2000	6,08	2,56	0,64
3º TRI 2000	06/11/2000	1,29	0,00	7,52
4º TRI 2000	15/02/2001	2,40	1,98	3,19
1º TRI 2001	27/04/2001	1,16	0,91	4,18
2º TRI 2001	10/08/2001	1,35	1,42	3,18
3º TRI 2001	07/11/2001	1,99	0,00	3,34
4º TRI 2001	27/02/2002	1,34	0,86	5,14
1º TRI 2002	15/05/2002	0,75	0,70	0,00
2º TRI 2002	13/08/2002	0,00	5,00	0,00
3º TRI 2002	12/11/2002	0,78	3,19	0,00
4º TRI 2002	18/03/2003	0,64	0,31	0,00
1º TRI 2003	09/05/2003	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2003	13/08/2003	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2003	10/11/2003	0,00	2,78	0,00
4º TRI 2003	13/02/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		1,06	1,66	3,65

PLASCAR PARTIC PN OSA04

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	02/04/1998	5,01	7,47	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998	04/03/1999	43,78	17,29	5,54
4º TRI 1998	31/03/1999	0,22	9,03	8,62
1º TRI 1999	12/05/1999	9,54	5,13	5,94
2º TRI 1999	12/08/1999	7,30	7,90	0,67
3º TRI 1999	12/11/1999	29,39	1,99	0,16
4º TRI 1999	28/03/2000	16,64	2,20	8,89
1º TRI 2000	12/05/2000	4,41	0,08	13,62
2º TRI 2000	10/08/2000	14,74	0,35	0,64
3º TRI 2000	14/11/2000	8,88	2,18	7,52
4º TRI 2000	20/03/2001	6,19	5,25	3,19
1º TRI 2001	14/05/2001	1,12	4,11	4,18
2º TRI 2001	10/08/2001	4,79	1,51	3,18
3º TRI 2001	12/11/2001	5,51	9,19	3,34
4º TRI 2001	27/03/2002	8,59	5,27	5,14
1º TRI 2002	14/05/2002	13,31	3,76	0,00
2º TRI 2002	14/08/2002	6,67	23,34	0,00
3º TRI 2002	12/11/2002	0,11	6,18	0,00
4º TRI 2002	28/03/2003	8,03	27,18	0,00
1º TRI 2003	13/05/2003	14,04	14,84	0,00
2º TRI 2003	14/08/2003	95,64	89,26	0,00
3º TRI 2003	10/11/2003	14,37	33,42	0,00
4º TRI 2003	29/03/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		13,84	12,04	3,65

SID. NACIONAL ON CSNA3

Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	19/03/1998	5,50	12,92	13,39
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	12/03/1999	27,00	0,80	5,54
1º TRI 1999				
2º TRI 1999	21/12/1999	13,61	3,59	8,62
3º TRI 1999	26/01/2000	13,10	11,62	5,94
4º TRI 1999	28/03/2000	9,62	0,79	0,67
1º TRI 2000	15/09/2000	9,33	0,26	0,16
2º TRI 2000	01/11/2000	8,07	8,90	8,89
3º TRI 2000	25/01/2001	5,95	6,38	13,62
4º TRI 2000	11/05/2001	5,79	4,24	0,64
1º TRI 2001	01/10/2001	10,23	14,41	7,52
2º TRI 2001	01/10/2001	0,00	0,00	0,00
3º TRI 2001	27/06/2002	11,28	7,71	3,19
4º TRI 2001	26/03/2002	7,53	10,56	4,18
1º TRI 2002	26/03/2002	0,00	0,00	0,00
2º TRI 2002	17/09/2002	11,43	6,41	3,18
3º TRI 2002	13/11/2002	16,98	5,40	3,34
4º TRI 2002	26/03/2003	5,98	0,92	5,14
1º TRI 2003	07/05/2003	1,76	3,15	0,00
2º TRI 2003	13/08/2003	14,96	7,66	0,00
3º TRI 2003	13/11/2003	5,28	0,20	0,00
4º TRI 2003	09/03/2004			0,00
Média das Médias		9,17	5,30	4,00

BRASKEM PN BRKM5

Trimestres		amostra 2	amostra 3	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997	27/04/1998	0,06%	0,43%	11,08%
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	28/01/1999	13,89%	7,90%	5,07%
1º TRI 1999				
2º TRI 1999				
3º TRI 1999				
4º TRI 1999	29/03/2000	7,65%	2,07%	14,32%
1º TRI 2000				
2º TRI 2000				
3º TRI 2000				
4º TRI 2000	26/01/2004	0,43%	7,42%	1,07%
1º TRI 2001				
2º TRI 2001				
3º TRI 2001	23/11/2001	6,11%	4,17%	8,58%
4º TRI 2001	01/02/2002	10,81%	10,52%	8,05%
1º TRI 2002	14/05/2002	5,09%	7,55%	4,69%
2º TRI 2002	21/08/2002	11,56%	9,25%	13,68%
3º TRI 2002	14/11/2002	10,84%	5,73%	7,53%
4º TRI 2002	10/03/2003	5,37%	0,79%	11,95%
1º TRI 2003	20/06/2003	1,14%	5,88%	0,47%
2º TRI 2003	05/08/2003	6,44%	0,99%	15,52%
3º TRI 2003	28/11/2003	18,80%	10,12%	21,67%
4º TRI 2003	20/02/2004	0,00%	0,00%	0,00%
Média das Médias		7,01	5,20	8,83

IDEIASNET ON IDNT3				
Trimestres		amostra 1	amostra 2	amostra 3
3º TRI 1997				
4º TRI 1997				
1º TRI 1998				
2º TRI 1998				
3º TRI 1998				
4º TRI 1998	06/08/1999	0,00	0,00	13,39
1º TRI 1999				
2º TRI 1999	26/03/1999	0,00	0,00	5,54
3º TRI 1999	08/12/1999	0,00	0,00	8,62
4º TRI 1999	24/05/2000	0,00	0,00	0,00
1º TRI 2000	24/05/2000	0,00	0,00	5,94
2º TRI 2000	29/08/2000	5,15	2,70	0,67
3º TRI 2000	01/03/2001	0,00	0,00	0,16
4º TRI 2000	02/04/2001	41,10	13,65	8,89
1º TRI 2001	31/05/2001	10,40	21,44	13,62
2º TRI 2001	29/08/2001	3,23	1,31	0,64
3º TRI 2001	18/01/2002	8,18	7,51	7,52
4º TRI 2001	03/05/2002	0,90	17,76	3,19
1º TRI 2002	03/07/2002	1,33	12,20	4,18
2º TRI 2002	29/08/2002	10,40	1,63	3,18
3º TRI 2002	29/11/2002	4,40	1,49	3,34
4º TRI 2002	28/04/2003	13,71	9,28	5,14
1º TRI 2003	03/07/2003	2,44	19,29	0,00
2º TRI 2003	29/08/2003	21,35	1,05	0,00
3º TRI 2003	28/11/2003	2,93	0,11	0,00
4º TRI 2003	29/04/2004	0,00	0,00	0,00
Média das Médias		6,28	5,47	4,20

FICHA CATALOGRÁFICA

Zatta, Fernando Nascimento.

O entendimento do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais – uma contribuição para a formação de preços nesse mercado. / Fernando Nascimento Zatta. Vitória: FUCAPE, 2004.

237p.

Dissertação – Mestrado.

Inclui bibliografia.

1. Participação acionária 2. Ações 3. Expectativas de mercado
4. Análise de investimento 5. Análise fundamentalista. 6.
Informação contábil. I. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas
em Contabilidade, Economia e Finanças II. Título.

CDD – 657

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)