

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

Alfredo Sarlo Neto

**A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados
Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional
da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**

VITÓRIA

2004

ALFREDO SARLO NETO

**A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados
Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional
da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa

VITÓRIA

2004

Dedico este trabalho aos meus pais,
Seu Renato e Dona Maria Angélica,
e às mulheres da minha vida,
Andressa e Amanda.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é resultado de muita dedicação pessoal, fruto de muitas horas de pesquisa e de muita disciplina. Entretanto, a sua realização seria impossível sem o auxílio daqueles que me apoiaram nesta trajetória.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, Renato e Maria Angélica Sarlo que sempre se preocuparam em me oferecer a melhor educação, tanto acadêmica quanto pessoal, e a meus irmãos, Flávio, Renata e Paola.

À Andressa e Amanda pelo incentivo e principalmente pela compreensão durante o tempo em que estive ausente.

Devo agradecimentos especiais ao extraordinário Prof. Alexsandro Broedel Lopes pelo tempo dispensado e pelo estímulo para a realização de pesquisa na linha de mercado de capitais. Sem as suas relevantes observações, este trabalho não se tornaria uma realidade.

Também, deixo registrado, ao apoio da FUCAPE e principalmente de sua direção, composta pelos Professores Valcemiro Nossa e Aridélmo Teixeira. Não seria possível a realização deste trabalho se não houvesse o planejamento e a construção do Curso de Mestrado Profissionalizante idealizado pelos mesmos. E ao professor Carlos Renato Theóphilo, pelas ricas discussões e pelas importantes orientações metodológicas.

Aos companheiros de turma: Alessandra Costa, Lenita Loss, Luis Cláudio Louzada, Robson Zuccolotto, Robson Linhares, Wilson Zanotti, Luis Carlos Monfradini e Adair. Em especial, presto agradecimentos a companheira Lenita Loss que prestou preciosas contribuições a este trabalho.

Finalmente, agradeço à Escelsa S.A., empresa na qual trabalho, e especialmente a José Anibal Garcia, pela disponibilização do horário de trabalho e pelo incentivo para a continuidade de meus estudos.

“A pior injustiça do mundo é tratar igualmente os desiguais”

(Aristóteles)

RESUMO

Este estudo investiga o impacto da divulgação dos resultados contábeis sobre os preços das ações no mercado acionário brasileiro. O objetivo desta pesquisa é encontrar evidências sobre a relevância das informações divulgadas pela contabilidade para os investidores. O estudo segue a abordagem positiva e foi baseado em uma investigação empírica sobre a relação entre as variações dos resultados contábeis (lucros anormais) e os retornos anormais das ações.

O seu objetivo principal consiste em averiguar se as informações contidas nas demonstrações contábeis e divulgadas ao mercado são refletidas pelos preços das ações, demonstrando a utilidade da contabilidade como fonte de informação para o mercado. Como objetivo secundário, o estudo procura analisar o reflexo das informações contábeis sobre os preços levando-se em consideração algumas características presentes do mercado financeiro brasileiro. As características abordadas neste estudo foram: os tipos de ações (Ordinárias e Preferenciais), a regulamentação específica (presente nos setores elétrico e financeiro), os tipos de controlador (estatal ou privado) e a anomalia das empresas negligenciadas.

A pesquisa empírica realizada neste estudo consiste na replicação e adaptação da metodologia utilizada por Ball & Brown no seminal trabalho "*An empirical evaluation of Accounting Income Numbers*", em 1968. A metodologia adotada compreende um estudo de evento, onde são comparados os retornos anormais acumulados dos ativos em torno da data de divulgação dos resultados contábeis. A amostra foi formada com os dados das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). O período analisado compreende o intervalo de 7 (sete) exercícios de apuração de resultados, de 1995 a 2002. A amostra utilizada na pesquisa foi composta por 108 ações de 92 empresas, e um total de 559 eventos.

As evidências encontradas confirmam a relevância dos resultados contábeis divulgados como fonte de informação para os investidores no mercado acionário. Apesar da divergência entre as reações dos retornos anormais à divulgação dos lucros anormais, constatou-se a eficiência, na forma semi-forte, no mercado brasileiro. Entretanto, a eficiência verificada deve ser considerada com restrições. Em alguns grupos de ativos, com determinadas características, a reação dos retornos à divulgação das informações contábeis não foi observada. As evidências encontradas indicam que as características analisadas nesta pesquisa exercem uma influência sobre a reação dos preços à divulgação dos resultados. Por meio das características foi possível levantar o "perfil" dos ativos que possuem a providência de reagir às informações contábeis divulgadas.

ABSTRACT

The goal of this study is to investigate the impact of accounting earnings over stock prices on the Brazilian stock market, searching relevant evidences of/about accounting numbers to the investor. The study follows the accounting positive theory and relies in an empiric research over the price-earnings relation.

The main goal of the study is to inquire whether information in the accounting earnings and disclosure in the stock market are related to the price of the stocks, showing the importance of the accounting as a source of information to the stock market. As a secondary goal, the study attempts to analyze the outcome of the accounting information over the prices, pondering some features of the Brazilian stock market. Following some features mentioned in this study: the class of the stock (Common and Preferred), the specific regulation (electrical and financial sectors), the type of ownership (Private or Government), and the oddity of negligent companies.

The searching in this study consists of the reproduction and adaptation of the methodology used by Ball & Brown in "An empirical evaluation of Accounting Income Numbers", 1968. The methodology adopted was made up of observing events where unexpected accumulated returns of assets are compared at the issued date of accounting earnings. In the sample was considered data of companies listed in the São Paulo stock exchange – BOVESPA. The period analyzed was 7 (seven) fiscal years from 1995 to 2002. The sample used in the searching was composed by 108 stocks of 92 companies, in a total of 559 events.

The evidence confirms the importance of accounting earnings disclosed as source of information to investors at the stock market. However, some results show that in some group of assets their prices do not respond to accounting earnings disclosed. In spite of divergence between the return reactions in response to accounting earnings, the Efficient Market Hypothesis was confirmed, in the semi-strong level, on the Brazilian stock market. Nevertheless, this efficiency must be accepted with restrictions, because some group of assets did not react to the accounting earnings disclosed. As the evidence signalizes a relation among characteristics end return reaction, was possible over the empirical results build the profile of stocks with response to accounting information disclosed.

LISTA DE QUADROS

- Quadro 1: Diferenças entre as Tradições Normativa e Positiva
- Quadro 2: Formas de Eficiência do Mercado
- Quadro 3: Diferenças para Contabilidade em relação aos modelos (*Common Law* x *Code Law*)
- Quadro 4: Evidências encontradas por Ali & Hwang (2000)
- Quadro 5: Trabalhos realizados em Mercados menos Desenvolvidos
- Quadro 6: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Finanças Empíricas)
- Quadro 7: Trabalhos Empíricos sobre a HME no Mercado de Capitais Brasileiro
- Quadro 8: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Contabilidade)
- Quadro 9: Características que interferem sobre os contratos no Brasil
- Quadro 10: Características do Mercado Brasileiro
- Quadro 11: Características que inibem o desenvolvimento do Mercado Brasileiro
- Quadro 12: Interesse relacionados com cada tipo de Ação
- Quadro 13: Resumo dos possíveis resultados esperados por hipótese
- Quadro 14: Resumo dos resultados esperados por hipótese
- Quadro 15: Relação de sub-amostras conjuntas possíveis
- Quadro 16: Resumo resultados encontrados por hipótese

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Sumário das Estatísticas Mensais da Divulgação do Resultado Anual

Tabela 2: Resumo das Evidências Encontradas sobre a Eficiência no Mercado Brasileiro

Tabela 3: Distribuição das Datas de Divulgação

Tabela 4: Setores Econômicos (Economática)

Tabela 5: Estatística Descritiva Principais Variáveis

Tabela 6: Número de eventos por sub-amostras

Tabela 7: Relação de eventos por carteiras e sub-amostras

Tabela 8: Tabela de contingência (Nº eventos por carteira em cada sub-amostra)

Tabela 9: Tabela Contingência Sub-Amostras Conjuntas (Nº eventos)

Tabela 10: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra A: Mercado

Tabela 11: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra B: Ordinárias

Tabela 12: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra C: Preferenciais

Tabela 13: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra D: Regulamentadas

Tabela 14: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra E: Não-Regulamentadas

Tabela 15: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra F: Estatal

Tabela 16: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra G: Privado

Tabela 17: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra H: Mais Líquidas

Tabela 18: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra I: Menos Líquidez

Tabela 19: Tabela Contingência Sub-Amostras Conjuntas (Nº eventos)

Tabela 20: Resumo IPRA por Sub-Amostra e Carteira (até data 0)

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1: Linha do Tempo - Estudo de Evento
- Figura 2: Amplitude das formas de eficiência dos mercados
- Figura 3: Direção das formas de eficiência dos mercados
- Figura 4: Tipos de Modelos Legais
- Figura 5: Incidência de Normas Contábeis sobre o Setor Financeiro e Elétrico
- Figura 6: Relação entre nível de liquidez e interesse do investidor
- Figura 7: Tipos de ações e Relevância do Resultado Contábil
- Figura 8: Nível de Regulamentação e Relevância do Resultado Contábil
- Figura 9: Tipos de controle e Relevância do Resultado Contábil
- Figura 10: Nível de liquidez e Relevância do Resultado Contábil
- Figura 11: Fases do Estudo de Evento
- Figura 12: Intervalos do Evento
- Figura 13: Sub-Amostras segregadas conforme características do mercado brasileiro
- Figura 14: Sub-amostras segregadas conforme o tipo de ação
- Figura 15: Sub-amostras segregadas conforme nível de Regulamentação
- Figura 16: Sub-amostras segregadas conforme o tipo de controle
- Figura 17: Sub-amostras segregadas conforme o nível de Liquidez

LISTA DE GRÁFICOS

- Gráfico 1: Sumário das Estatísticas Mensais da Divulgação do Resultado Anual
- Gráfico 2: Participação das ações do IBOVESPA sobre a Liquidez do Mercado
- Gráfico 3: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra A: Mercado
- Gráfico 4: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra B: Ordinárias
- Gráfico 5: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra C: Preferenciais
- Gráfico 6: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra D: Regulamentadas
- Gráfico 7: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra E: Não-Regulamentadas
- Gráfico 8: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra F: Estatal
- Gráfico 9: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra G: Privado
- Gráfico 10: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra H: Mais Líquidas
- Gráfico 11: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra I: Menos Líquidas
- Gráfico 12: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra: Reação
- Gráfico 13: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra: Complementar

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1. PROBLEMA.....	18
1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA.....	19
1.3. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DA PESQUISA	20
1.4. METODOLOGIA E CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	21
1.5. LIMITAÇÕES	23
1.6. DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO	24
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
2.1. A TEORIA POSITIVA E O MERCADO DE CAPITALS.....	25
2.2. A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO E OS INVESTIDORES	27
2.3. A HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE – HME	29
2.4. A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O RETORNO DAS AÇÕES	31
2.5. A CONTABILIDADE E OUTRAS FONTES DE INFORMAÇÃO	40
2.6. O AMBIENTE DA CONTABILIDADE	42
3. REVISÃO DA LITERATURA	51
3.1. CONTEÚDO INFORMACIONAL (BALL & BROWN).....	51
3.2. OUTROS ESTUDOS RELEVANTES EM MERCADOS DESENVOLVIDOS.....	56
3.3. TRABALHOS EM MERCADOS MENOS DESENVOLVIDOS	59
3.4. TRABALHOS NO MERCADO BRASILEIRO	61
4. CARACTERÍSTICAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	69
4.1. TIPOS DE AÇÕES	78
4.2. REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA.....	83
4.3. TIPOS DE CONTROLADOR.....	90
4.4. CONCENTRAÇÃO DA LIQUIDEZ	97
5. HIPÓTESES DE TRABALHO	104
5.1. HIPÓTESE PRINCIPAL.....	104
5.2. HIPÓTESES COMPLEMENTARES	105
5.2.1. Tipos de Ações	105
5.2.2. Regulamentação Específica	106
5.2.3. Tipos de Controlador.....	108
5.2.4. Concentração da Liquidez	110
5.3. RESULTADOS ESPERADOS	112

6. TESTE EMPÍRICO	116
6.1. METODOLOGIA	116
6.1.1. Definição do Evento	118
6.1.2. Lucro Anormal - LA	119
6.1.3. Retorno Anormal - RA	120
6.1.4. Retorno Anormal Acumulado - CAR	122
6.1.5. Índice de Performance Retorno Anormal Acumulado - IPRA	122
6.1.6. Diferença entre os Retornos	123
6.2. SELEÇÃO DOS DADOS	124
6.3. DIAGNÓSTICOS DOS DADOS	128
6.4. OBSERVAÇÕES SOBRE A METODOLOGIA ADOTADA	130
6.5. CLASSIFICAÇÃO DAS AMOSTRAS, SUB-AMOSTRAS E CARTEIRAS	134
6.5.1. Tipos de Ações	135
6.5.2. Regulamentação Específica	136
6.5.3. Tipos de Controlador	136
6.5.4. Concentração da Liquidez	137
6.5.5. Carteiras (<i>Bad News</i> e <i>Good News</i>)	138
6.5.6. Sub-Amostras Conjuntas	140
7. RESULTADOS	142
7.1. SUB-AMOSTRA A: MERCADO	143
7.2. TIPO DE AÇÕES	145
7.2.1. Sub-Amostra B: Ordinárias	145
7.2.2. Sub-Amostra C: Preferenciais	147
7.3. REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA	149
7.3.1. Sub-Amostra D: Regulamentadas	149
7.3.2. Sub-Amostra E: Não Regulamentadas	151
7.4. TIPOS DE CONTROLE	153
7.4.1. Sub-Amostra F: Controle Estatal	153
7.4.2. Sub-Amostra G: Controle Privado	155
7.5. CONCENTRAÇÃO DA LIQUIDEZ	157
7.5.1. Sub-Amostra H: Mais Liquidadas (IBOVESPA)	157
7.5.2. Sub-Amostra I: Menos Liquidez (Não-IBOVESPA)	159
7.6. SUB-AMOSTRAS CONJUNTAS	162
7.6.1. Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Regulamentação	162

7.6.2. Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Tipo de Controle.....	163
7.6.3. Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Liquidez.....	164
7.6.4. Sub-Amostra Conjunta: Regulamentação x Tipo de Controle.....	165
7.6.5. Sub-Amostra Conjunta: Regulamentação x Liquidez.....	166
7.6.6. Sub-Amostra Conjunta: Tipo de Controle x Liquidez.....	167
7.7. INTERPRETAÇÃO E EXTENSÃO DOS RESULTADO ENCONTRADOS.....	168
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	177
8.1. CONCLUSÕES.....	177
8.2. IMPLICAÇÕES.....	183
8.3. SUGESTÕES PARA PESQUISAS.....	185
9. REFERÊNCIAS.....	187

1. INTRODUÇÃO

Entre as diversas linhas de pesquisa na qual a contabilidade se dedica, a pesquisa em mercado de capitais possui, atualmente, uma posição de destaque. Esta linha de pesquisa começou a se desenvolver a partir dos anos 60, acompanhando o desenvolvimento das primeiras teorias de finanças.

Nessas teorias, existem duas que influenciaram de forma significativa o desenvolvimento da linha de pesquisa de contabilidade em mercado de capitais: a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) e o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

A importância desta linha de pesquisa deve-se ao fato de que os mercados de capitais representam um ambiente no qual possam ser testadas as práticas contábeis, observando as alterações dos preços dos ativos em relação à divulgação das informações elaboradas pela contabilidade. Seguindo este raciocínio, a pesquisa em mercado de capitais possibilita o teste e a elaboração de hipóteses sobre um dos objetivos da contabilidade, o de fornecer informações relevantes para os seus usuários, em especial o investidor.

Nesse contexto, encaixa-se o conceito de *Information Approach* (abordagem da informação), no qual a contabilidade é considerada como um meio de transmissão de informação. Sob a abordagem do *Information Approach*, as variáveis contábeis¹, como o Patrimônio Líquido e o Resultado (Lucro ou Prejuízo) devem possuir capacidade informacional. O potencial de transmitir informações que possam

¹ Variáveis contábeis significam qualquer número ou informação gerados, emitidos ou divulgados pela contabilidade.

influenciar as expectativas de seus usuários corresponde à capacidade informacional das variáveis contábeis.

Essa afirmação parece ser no mínimo óbvia. Entretanto, a sua confirmação por meio de um estudo empírico veio a acontecer somente em 1968, por intermédio do seminal trabalho elaborado por Ray Ball e Philip Brown, *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. Neste trabalho, Ball e Brown (1968) encontraram, observando a relação entre o sinal (direção) dos lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova York, evidências sobre a relevância das demonstrações contábeis divulgadas para os investidores.

A elaboração desse trabalho representa o marco inicial da pesquisa de contabilidade em mercado de capitais. Após a sua publicação, seguiu-se a elaboração, por parte de outros autores, de uma série de trabalhos analisando a relação entre variáveis contábeis e o preço das ações. Muitos destes trabalhos começaram a utilizar metodologias alternativas e não se limitavam a estudar apenas o sinal (direção) desta relação.

O conjunto de trabalhos desenvolvidos ampliaram o conhecimento sobre a relação entre o resultado contábil e os preços das ações. Em muitos trabalhos como o de Beaver, Clark e Wright (1979), em que estudaram o impacto da magnitude dos lucros, constatou-se que não há uma correlação perfeita entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações. As evidências encontradas nestes trabalhos indicam que a relevância dos números contábeis depende de vários fatores presentes no ambiente econômico. Foram estudadas e encontradas a influência dos mais diversos fatores tais como variáveis microeconômicas e

macroeconômicas (taxa de juros, tipos de indústria, etc), e características do mercado acionário (valor de mercado, liquidez, regulamentação, etc).

As pesquisas que procuram investigar a relação entre as informações contábeis e os preços das ações foram amplamente praticadas nos países que possuem mercado de capitais desenvolvidos. Nesse caso, enquadram-se, principalmente, os Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália. Recentemente, esse tipo de pesquisa começou a ser praticada em mercados menos desenvolvidos, devido, principalmente, ao interesse e ao crescimento dos mercados de capitais nessas economias. Conforme assinalado por Lopes (2001, p.112), pesquisas realizadas em mercados emergentes ou menos desenvolvidos são quase inexistentes, especialmente tratando-se de América Latina. Nesse contexto, pode-se classificar o Brasil, onde os trabalhos sobre mercados de capitais ainda representam uma pequena parcela das pesquisas realizadas pela contabilidade brasileira.

Com a intenção de ampliar o conhecimento sobre a utilidade das informações contábeis para o mercado de capitais brasileiro, este estudo procura investigar a relação entre o resultado contábil e o preço das ações, desenvolvendo uma pesquisa similar àquela elaborada por Ball e Brown, em 1968 no mercado americano.

Este estudo não se restringirá a observar e analisar a relação entre os preços das ações e os resultados contábeis divulgados. Adicionalmente, nesta pesquisa procura-se observar a influência de algumas características presentes no mercado acionário brasileiro sobre esta relação. Assim, por intermédio das evidências encontradas, o estudo pretende verificar a importância da contabilidade como fonte de informação para o mercado acionário brasileiro sob algumas condições especiais.

1.1. PROBLEMA

Considerando o resultado contábil como importante fonte de informação para a formação das expectativas de um determinado usuário, o investidor, esta pesquisa procura investigar, no âmbito do mercado acionário brasileiro, a seguinte questão:

Como os preços das ações reagem à divulgação dos resultados contábeis anuais das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro?

Como estruturada, a questão elaborada não espera uma resposta afirmativa ou negativa. No contexto deste trabalho, o interesse não encontra-se na magnitude da reação, mas na forma (na performance, no comportamento) como os preços reagem à divulgação dos resultados contábeis.

Pelo lado investigativo, a questão formulada apresenta a limitação de generalizar, de maneira homogênea para todos os ativos, o comportamento observado no mercado em sua totalidade. Ou seja, a reação observada para todo o mercado é aceita como uma “referência” para todos os ativos que o compõem. Isto significa que os ativos, observados de forma individualizada, podem responder diferentemente à divulgação dos resultados contábeis.

Neste sentido, determinados grupos de ativos podem apresentar, sob a interferência das características do mercado acionário, resposta similar ou diferente entre si ou daquela apresentada por todo o mercado em relação à divulgação dos resultados contábeis. Por esta linha de raciocínio, segue a seguinte questão complementar:

Determinadas características do mercado acionário brasileiro interferem sobre a reação dos preços das ações diante da divulgação dos resultados contábeis anuais das empresas negociadas?

Ressalta-se que a questão complementar procura observar o comportamento dos preços das ações diante da divulgação dos resultados considerando-se ativos que possuem diferentes características.

A questão complementar foi estruturada de forma que a sua resposta possa ser independente de qualquer resposta prévia sobre a questão principal. Assim, a resposta da questão complementar não está condicionada a determinada resposta da questão principal.

Das questões formuladas, não se pretende testar ou comprovar alguma evidência adicional à previamente encontrada em outros estudos similares que investigam a capacidade informacional dos resultado contábeis divulgados. Destas questões procura-se viabilizar uma investigação, de forma ampla, e sobre algumas condições especiais, da influência dos resultados contábeis sobre as expectativas dos investidores no mercado acionário brasileiro.

1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo principal deste estudo é investigar a relação entre o lucro contábil e o preço das ações, procurando evidências sobre a capacidade informacional dos resultado contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro. Em linhas gerais, o estudo propõe-se a averiguar se os resultados contábeis representam uma fonte de informação para a construção das expectativas dos investidores em relação aos preços das ações.

De forma complementar, o estudo procura identificar o nível de relevância dos resultado contábeis sob a influência de algumas características presentes no mercado acionário brasileiro. Especificamente, buscar-se-á analisar a influência das seguintes características:

- a) Tipos de Ações,
- b) Regulamentação Específica,
- c) Tipos de Controlador, e
- d) Concentração da Liquidez (Empresa Negligenciada).

Complementar aos objetivos apresentados, o estudo possui, indiretamente, a finalidade de avaliar a eficiência informacional do mercado acionário brasileiro.

1.3. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DA PESQUISA

De grande relevância, alguns estudos realizados no mercado acionário brasileiro tiveram como objetivo analisar a relação entre os preços das ações e os resultados contábeis. Porém, estes trabalhos se dedicaram a analisar a reação do conjunto de todas as empresas presentes no mercado.

Com a intenção de realizar uma contribuição, este estudo propõe-se a não se limitar ao mercado, mas a partir deste ponto, aprofundar-se e analisar a influência de algumas características presentes no mercado acionário brasileiro sobre o tema.

Espera-se que o estudo venha a complementar e a enriquecer o reduzido número de evidências empíricas que tratam sobre a relevância da informação contábil para o mercado acionário brasileiro. Riccio (1999) analisou a produção acadêmica em contabilidade no Brasil realizada a partir de 1962 e apurou que apenas 1% das pesquisas tiveram como tema algum assunto relacionado com o mercado de capitais.

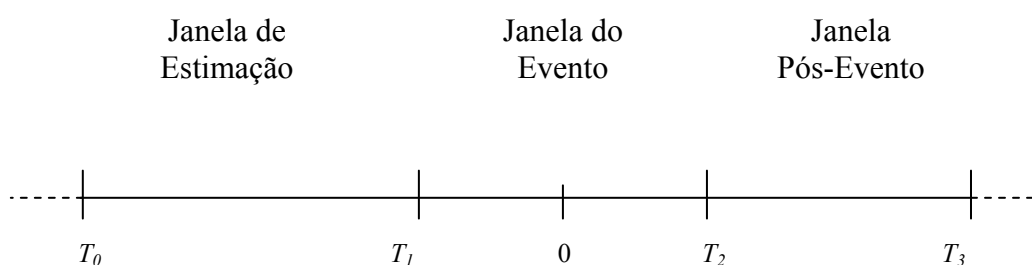
Em sentido mais amplo, este trabalho procura contribuir para ampliar o conhecimento sobre o papel da contabilidade para o mercado brasileiro, e conseqüentemente, para os mercados menos desenvolvidos.

1.4. METODOLOGIA E CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Como este trabalho busca investigar a relação entre duas variáveis com base em uma amostra devidamente selecionada e classificada, o método de pesquisa utilizado é o dedutivo.

O método dedutivo procura estabelecer uma série de pressupostos gerais, porém lógicos e coerentes entre si, a respeito do seu objetivo de estudo, para, a partir desses pressupostos gerais, chegar-se ao estudo do fato isolado, do detalhe. Em outras palavras, essa forma de investigação parte do geral para o particular. (Da Silva, 1996, p.22)

De acordo com os seus objetivos, e entre as diversas metodologias disponíveis, foi selecionada para a elaboração desta pesquisa a metodologia de estudo de evento. Na pesquisa de contabilidade e de finanças, estudos de eventos tem sido aplicados sobre uma variedade de assuntos (MACKINLAY, 1997). Basicamente, o estudo de evento é estruturado da seguinte forma:



Fonte: MacKinley (1997)

Figura 1: Linha do Tempo - Estudo de Evento

No caso desta pesquisa, o evento estudado foi a divulgação dos lucros contábeis das empresas com ações negociadas em bolsa. Com a finalidade de mensurar o impacto da divulgação dos resultados contábeis sobre os preços das

ações, torna-se importante observar as alterações dos preços no período (janela) em torno da data do evento (divulgação) observado.

Em relação ao enfoque epistemológico, esta pesquisa pode ser classificada nas seguintes modalidades:

- **Explicativa:** conforme Castro (1978, p.66), quando, em uma pesquisa, o pesquisador tenta estabelecer relacionamentos entre variáveis, estudar o nexos, tem-se a denominada pesquisa explicativa. Gil (1996: 46-47) acrescenta que “essas pesquisas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.
- **Ex-post-facto:** por estudar os fatos após a sua ocorrência e por não ter nenhuma influência sobre os eventos, a pesquisa também pode ser considerada como ex-post-facto. Segundo Martins (2000, p.26), neste tipo de investigação o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes porque suas manifestações já ocorreram, ou porque elas são, por sua natureza, não manipuláveis;

Segundo Gil (1996: 46-47) pesquisas, que procuram relações entre variáveis podem ser classificadas como experimentais. Porém, no caso desta pesquisa, a melhor definição seria “quase experimental”, porque alguns fundamentos da pesquisa experimental, como o isolamento das variáveis envolvidas, não são obedecidos. O desenvolvimento de uma pesquisa “quase experimental” pode envolver algumas limitações, em particular na utilização de metodologias empíricas. Porém, essas limitações não decorrem do modelo de pesquisa, mas de sua utilização em ambientes para os quais ela não foi elaborada.

1.5. LIMITAÇÕES

Em relação às questões formuladas, são apresentadas algumas limitações do trabalho que devem ser consideradas durante a análise dos resultados encontrados:

- **Amostra:** os resultados e as conclusões do trabalho estão restritos à amostra selecionada. Comparações ou generalizações com outras amostras não devem ser realizadas sem a observância desta limitação;
- **Função da Contabilidade:** desconsiderou-se a relevância de outras funções da contabilidade, além daquela selecionada e abordada neste estudo;
- **Foco da Pesquisa:** o estudo está focado nas informações contábeis disponibilizadas aos seus usuários, nos preços das ações e em algumas características presentes no mercado acionário brasileiro. Qualquer outro fator, como *Behavior Theory*, ou a influência de variáveis econômicas foram desconsideradas;
- **Metodologia:** o trabalho não possui a intenção de testar a metodologia empregada. A metodologia selecionada – estudo de evento - vem sendo empregada com sucesso em pesquisas realizadas nos mercados desenvolvidos. Entretanto, um estudo de evento exige certo nível (semi-forte) de eficiência informacional relativo ao mercado, indicando que a metodologia pode não ser adequada para a elaboração de pesquisas em mercados que não apresentem esta característica.

1.6. DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO

O trabalho foi desenvolvido em 8 (oito) capítulos e está estruturado de forma a compreender os seguintes assuntos:

- **Capítulo 1:** introdução, objetivo e metodologia adotada;
- **Capítulo 2:** referencial teórico sobre a relevância do resultado contábil para o mercado de capitais;
- **Capítulo 3:** de forma mais específica, referencial teórico relativo aos principais estudos publicados sobre o tema, em mercados desenvolvidos e não desenvolvidos;
- **Capítulo 4:** características do mercado acionário brasileiro abordadas neste estudo;
- **Capítulo 5:** hipóteses de pesquisas;
- **Capítulo 6:** metodologia, forma como foi construído o teste empírico adotado e seleção e classificação da amostra;
- **Capítulo 7:** evidências encontradas no mercado brasileiro durante o período selecionado;
- **Capítulo 8:** conclusões sobre os resultados obtidos, implicações da pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A TEORIA POSITIVA E O MERCADO DE CAPITAIS

Durante do século XX, houve um extraordinário desenvolvimento da pesquisa em contabilidade, assim como em todo o conjunto de ciências com objetivos afins, tais como a economia e a administração.

Pelos trabalhos desenvolvidos, a pesquisa em contabilidade, ao longo do século XX, deve ser dividida em duas etapas distintas: a Tradição Normativa e a Tradição Positiva.

A Tradição Normativa compreende o período inicial da pesquisa em contabilidade. Inicialmente, a pesquisa contábil estabeleceu-se com caráter extremamente normativo e voltado à recomendação de práticas e procedimentos profissionais (Lopes, 2002, p.10). A ênfase da tradição normativa estava focada na elaboração e na explicação das práticas contábeis.

Durante os anos 60, com o surgimento de um novo campo de conhecimento, compreendido pelas Teorias de Finanças, a contabilidade iniciou um processo de ampliação do seu campo de pesquisa. O interesse passou a ser pela informação, sendo a contabilidade abordada como um meio, um instrumento de transmissão de informação para os seus usuários. Por esta abordagem, denominada como *Information Approach*, a pesquisa em contabilidade procura verificar a utilidade e a influência das demonstrações contábeis sobre as decisões de seus usuários.

Apesar de toda a evolução apresentada pela pesquisa em contabilidade, a tradição normativa ainda se encontra presente. Nos momentos atuais, esta tradição

está fortemente embutida nas normas emitidas pelos órgãos reguladores da contabilidade.

Resumidamente, as diferenças entre a Tradição Normativa e Positiva está descrita no Quadro 1.

Teoria	Foco da Pesquisa	Método	Ação
Normativa	Descrição contábil do ideal econômico que não é observável	Proximidade conceitual das normas contábeis com os conceitos econômicos sem validação empírica	Impor
Positiva	Reação do mercado, remuneração dos gestores, ambiente regulatório e outros	Poder da teoria de explicar e prever os eventos estudados. Desconsiderar outras questões (históricas, sociológicas e etc.)	Explicar

Fonte: Adaptado de Lopes (2002, p.19)

Quadro 1: Diferenças entre as Tradições Normativa e Positiva

No ambiente de desenvolvimento da pesquisa em contabilidade, a inserção da Abordagem Positiva veio a fortalecer e fundamentar os estudos que procuram verificar a utilidade das práticas utilizadas pela contabilidade.

Considerando a contabilidade financeira como um sistema de informação para os investidores de mercado de capitais, a sua utilidade para os investidores pode ser avaliada. Assim, verifica-se que a informação emanada da contabilidade deixa de ter valor intrínseco e passa a depender do tipo de decisão a ser tomada, da atitude do investidor em relação ao risco (...) e de outras características do processo de decisão. Essa observação é bastante natural no campo da teoria de finanças, mas representa um ponto de ruptura com a teoria contábil normativa tradicional. A discussão deixa o foco das características ideais da informação por meio da comparação com conceitos preestabelecidos e passa a enfatizar a utilidade esperada dos usuários. (Lopes, 2002, p.23)

Neste contexto, o mercado de capitais representa um ambiente adequado para a realização de testes empíricos com a capacidade de investigar o uso das informações contábeis divulgadas, tornando possível a avaliação da utilidade da contabilidade para os usuários como investidores, analistas, credores e outros presentes no mercado de capitais.

2.2. A ABORDAGEM DA INFORMAÇÃO E OS INVESTIDORES

Em relação à sua utilidade e ao seu objetivo, a contabilidade pode ser abordada de diversas formas. Segundo Ludícibus (2000, p.23), as principais abordagens são:

- **Abordagem Ética:** “...a contabilidade deveria apresentar-se como justa e não enviesada para todos os interessados”;
- **Abordagem Comportamental:** “...as informações contábeis deveriam ser feitas 'sob medida', de forma que os usuários reagissem para tomar a decisão correta”;
- **Abordagem Macroeconômica:** “...semelhante à da teoria do comportamento, porém fixa-se em objetivos econômicos definidos. Utiliza-se do *approach* da teoria do comportamento para atingir determinados fins macroeconômicos”;
- **Abordagem Sociológica:** “...é julgada por seus efeitos no campo sociológico. É a abordagem do tipo 'bem-estar social (*welfare*)', no sentido de que os procedimentos contábeis e os relatórios emanados da contabilidade deveriam atender às finalidades sociais mais amplas”;
- **Abordagem Sistêmica:** “...pode ser conceituada como o método de identificar, mensurar e comunicar informação econômica, financeira, física e social, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação”.

Entre as abordagens apresentadas, a abordagem sistêmica é aquela que se encontra alinhada com o principal objetivo da contabilidade: fornecer informações econômicas para os seus diversos usuários, auxiliando-os na tomada de decisões. Conforme publicado pelo AICPA², “...Sua finalidade é prover os usuários dos demonstrativos financeiros com informações que os ajudarão a tomar decisões.....”.

A abordagem sistêmica consiste na *Information Approach* (abordagem da informação) que segundo Lopes (2002, p.31) “...concebe a contabilidade no seu papel de fornecedora de informação para os agentes econômicos”. Desta forma, sob esta abordagem, a contabilidade é considerada como um meio para a transmissão de informação. Sendo uma fonte de informação, a contabilidade se torna uma ferramenta útil para auxiliar o seu usuário no processo de decisão, segundo Falcão (1995, p.1):

(...) meio pelo qual os diversos usuários (clientes, fornecedores, empregados, governo, analistas, etc.), obtêm conhecimento do atual estágio de um determinado empreendimento econômico, tanto em termos de situação patrimonial e financeira, como de lucratividade e aplicações dos recursos disponíveis, tomando por base um período estabelecido.

(...) aliado à análise do momento pretérito, deverá conduzir o usuário a ajudar a inferir sobre o futuro da entidade, pois a partir desta expectativa futura será tomada a decisão de investir ou não nos recursos em determinada atividade econômica. Possibilitará, também, a avaliação de desempenho dos gestores dos recursos, o estabelecimento do nível de emprego, negociações salariais, transações comerciais, etc.

(...) devem refletir com a máxima fidelidade o desempenho operacional da empresa em todos os seus importantes aspectos econômico-financeiros, gerando elementos suficientes para a análise e tomada de decisão por parte dos usuários, pois a contabilidade vista como um fim em si mesma é um instrumento sem qualquer representatividade no contexto empresarial moderno.

Entre os diversos usuários da contabilidade, existe por parte de cada um deles a demanda por uma determinada informação. No caso do mercado de capitais, e mais especificamente, no mercado acionário, o investidor é considerado como o principal usuário da informação emanada da contabilidade.

² American Institute of Certified Public Accountants

2.3. A HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE – HME

Entre os conceitos desenvolvidos em finanças que foram absorvidos pela pesquisa em contabilidade deve-se destacar a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente (HME):

The efficient markets hypothesis (EMH) played an important role in the evolution of accounting research. The conflict between the EMH and hypotheses underlying many accounting prescriptions led to the introduction and popularization of positive theory and methodology in accounting literatures. (Watts e Zimmerman, 1986, P.15)

A Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente define que as variações dos preços das ações incorporam todas as informações e expectativas sobre as empresas. Conforme descrito por Fama (1991):

O preço da ação, no mercado de capitais eficiente, é ajustado no exato momento em que informações relevantes (que afetam o fluxo de caixa futuro da empresa) tornam-se publicamente disponíveis. Assim, quando os dirigentes comunicam as suas decisões (...) ao mercado, o preço de ação ajusta-se imediatamente, capitalizando o valor associado ao conteúdo da nova informação.

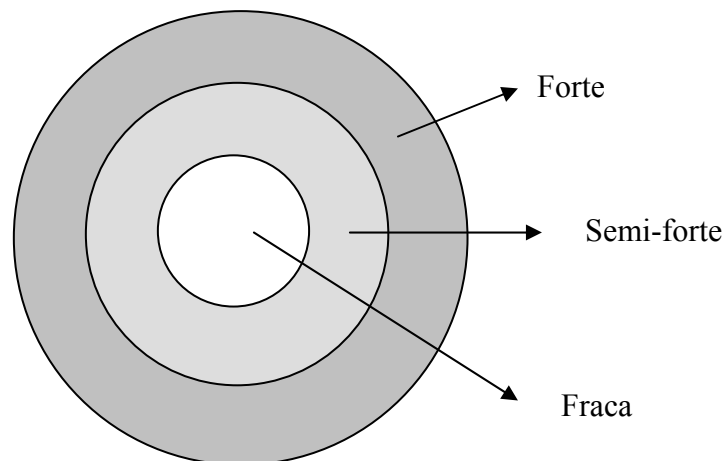
Em relação ao nível de informação incorporada aos preços das ações, a eficiência do mercado é classificada em três formas conforme Quadro 2.

FORMA	NÍVEL DE INFORMAÇÃO
Forte	Refletem todas as informações relevantes, sejam elas públicas ou privadas.
Semi-Forte	Refletem todas as informações publicamente disponíveis
Fraca	Refletem apenas informações passadas

Fonte: Adaptado de Bodie *et al.* (2000, p.251)

Quadro 2: Formas da Eficiência do Mercado

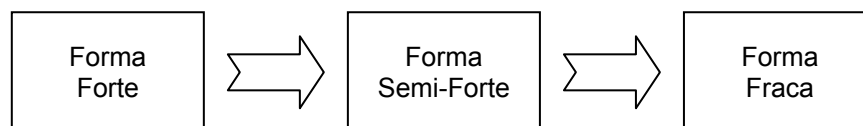
O nível de informação refletida no preços das ações demonstra que a diferença entre as formas encontra-se na amplitude de incorporação de informação de cada uma das formas (Figura 2).



Fonte: Ross *et al.* (1995, p.268)

Figura 2: Amplitude das formas de eficiência dos mercados

Pela amplitude que contempla o conjunto, a forma forte inclui o conjunto da forma semi-forte mais *insider information*. Por sua vez, o conjunto da forma semi-forte inclui as informações disponibilizadas publicamente mais os dados passados sobre os preços. Assim, a relação entre as diversas formas de eficiência segue a seguinte direção, conforme Figura 3:



Fonte: Adaptado de Bodie *et al.* (2000, p.:274)

Figura 3: Direção das formas de eficiência dos mercados

Entre as formas listadas, a segunda, a forma semi-forte, possui significativa importância para a contabilidade. Num cenário, em que o mercado é eficiente na forma semi-forte, as informações geradas pela contabilidade deveriam estar refletidas nos preços das ações. Então, nesta situação haveria uma forte relação entre a contabilidade e o mercado, de forma que a alteração em uma variável contábil provocaria a variação dos preços das ações.

Um mercado é dito eficiente no sentido semi-forte quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informações tais como demonstrações financeiras publicadas pela empresa, bem como dados históricos de preço. (Ross, 1995, p.267)

Desta maneira, a existência de um mercado eficiente na forma semi-forte proporciona à pesquisa em contabilidade a possibilidade de construção de hipóteses que possam verificar a importância das informações contábeis para os seus usuários.

2.4. A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O RETORNO DAS AÇÕES

De forma similar a qualquer título ou obrigação, os preços das ações são determinados pelo valor presente de seus fluxos de caixa futuros. De acordo com Ross (1995, p.101) “o valor da empresa é simplesmente a soma dos valores presentes dos fluxos líquidos individuais de caixa”. Sendo a ação, uma parcela do capital da empresa, o seu valor presente pode ser apresentado pela seguinte fórmula:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (A.1)$$

onde,

PV	=	Valor Presente da Ação;
CF_t	=	Fluxo de Caixa na data t ;
r	=	Taxa de desconto na data t ;

O fluxo de caixa de um ação pode ser dividido em dois elementos: primeiro, em dividendos, e segundo, em ganhos de capital. Os dividendos compreendem parte dos lucros futuros a serem distribuídos aos detentores das ações, e os ganhos de capital representam a mais-valia auferida na venda da ação.

Para um investidor que adota uma estratégia de longo prazo, o fluxo de caixa de uma ação consiste na seqüência de dividendos a serem distribuídos. O valor presente da ação pode ser expresso da seguinte forma:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \quad (\text{A.2})$$

onde,

PV	=	Valor Presente da Ação;
DIV_t	=	Dividendos na data t ;
r	=	Taxa de desconto na data t ;

Entretanto, a fórmula (A.2) apresentada acima não pode ser aplicada a todo universo de investidores, conforme Brealey (2000, p.83) “...investors have relatively short horizons and invest for both dividends and capital gains”. Assaf Neto (2001, p.241) também argumenta que “ao adquirir ações, o investidor tem a expectativa de receber dividendos e uma valorização de seu preço de mercado”. De acordo com esta abordagem deve-se assumir que o investidor está propenso a investir pelo interesse em dois fluxos: dividendos e ganhos de capital³. Assim, o preço justo da ação passa a ser calculado pela seguinte forma:

$$P_{i,0} = \sum_{t=1}^V \frac{DIV_{i,t}}{(1+r)^t} + \frac{P_1}{(1+r)^t} \quad (\text{A.3})$$

onde,

$P_{i,0}$	=	Preço da Ação na data 0;
$DIV_{i,t}$	=	Dividendos na data t ;
r	=	Taxa de desconto na data t ;
P_1	=	Preço de venda da ação na data t .

Uma vez que o valor da ação depende dos fluxos de caixa futuro, o retorno total do investidor (dividendos e ganhos de capital) em um período reflete as revisões do mercado sobre as expectativas de lucros futuros.

³ Representa a Mais-Valia, o ganho auferido na diferença de preços entra a operação de compra e a operação de venda do ativo.

De acordo com a Hipótese dos Mercados Eficientes, os preços refletem todas as expectativas em relação ao ativo por incorporar todas as informações sobre o mesmo. Assim, em um mercado eficiente na forma forte, a informação gerada pelas demonstrações contábeis não proporcionariam nenhum ganho extraordinário.

No caso do mercado eficiente na forma semi-forte, os preços dos títulos devem refletir somente as informações sobre o ativo que se encontram publicamente disponíveis (entre as quais se encontram as informações divulgadas pela contabilidade). Se o preço da ação apresentar reações à divulgação das demonstrações contábeis, pode-se presumir que o conteúdo informacional presentes nos números contábeis são utilizados.

Neste sentido, conforme os princípios do mercado eficiente na forma semi-forte, os preços devem variar de acordo com as expectativas correntes do mercado sobre os lucros futuros e conseqüentemente sobre geração de fluxo de caixa. De forma clara, a relação entre o conteúdo informacional dos dados contábeis e o fluxo de caixa é sintetizada por Watts & Zimmerman (1986, p. 27) da seguinte maneira:

Empirically, accounting earnings can be associated with cash flows. If they are associated, then accounting earnings of a firm for the current period can provide information on the firm's current cash flows and (if current cash flows provide information on future cash flows) on expected future cash flows.

Desta forma, se os lucros contábeis contêm informação sobre o presente fluxo de caixa e conseqüentemente sobre os futuros fluxos de caixa da empresa, as mudanças nas estimativas do mercado em relação aos lucros futuros provocam uma reavaliação dos fluxos de caixa da empresa, e portanto de seu valor.

Sobre o impacto contínuo de novas informações, as expectativas dos agentes dos mercado em relação às atividades (e conseqüentemente de seus lucros contábeis) da empresa sofrem constantes revisões. Se o preço de uma ação em

bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que refletem as condições estruturais e comportamentais da economia do País e específicas da empresa e de seu setor econômico (Fortuna, 1999, p.371), diversos fatores inesperados (ou seja, não antecipado), tais como: mudanças no ambiente econômico, lucros anormais ou qualquer outro fator específico (das empresas, do setor ou do mercado) podem alterar as expectativas em relação à geração futura de fluxos de caixa.

Entretanto, sob as premissas da Hipótese do Mercado Eficiente, na forma semi-forte, todas as informações publicamente disponíveis devem estar incorporadas nos preços dos ativos, permanecendo a seguinte questão: como as novas informações, que deveriam estar incorporadas no preço, podem provocar uma reação dos ativos, ajustando os mesmos as novas expectativas do mercado?

A resposta desta questão se encontra na forma como a Eficiência do Mercado é estruturada:

Na realidade, a eficiência possui duas partes: a primeira está relacionada à velocidade com a qual o mercado reage; a Segunda diz respeito à adequação da reação. As evidências a respeito da velocidade de reação parece ser bastante conclusivas: os mercados reagem a novas informações com rapidez notável, e até se antecipam à divulgação de informação contábil. Por exemplo, as pesquisas mostram que, em muitos casos, a reação do mercado a novas informações completa-se em questão de horas. As pesquisas também indicam que, quando os lucros anuais são divulgados, aproximadamente 85-90% da informação já estão refletidos nos preços das ações. As evidências não são tão claras quanto à adequação. Estudos iniciais foram favoráveis à hipótese, mas trabalhos mais recentes, (...), têm começado a lançar algumas dúvidas quanto a sua correção. Em parte, a explicação reside na definição de qual seria a reação adequada. Isto é particularmente difícil num mundo de opiniões diferentes, ou seja, um mundo de expectativas heterogêneas. (Hendriksen e Van Breda, 1999, p. 118)

Se o mercado reage rapidamente à divulgação de novas informações, então a forma da eficiência do mercado interfere na maneira como se especifica a relação

entre o lucro contábil e os preços das ações. Entre as especificações possíveis, se encontram:

- a) relação entre o nível de preço e o nível de lucro, e
- b) relação entre a variação de preços e a variação dos lucros.

Porém, segundo a literatura existente, a segunda especificação, a relação entre as variações do lucro contábil e do preço, se enquadra como a mais adequada para o estudo desta relação.

In testing whether accounting earnings convey information to the stock market, most researchers do not use specifications such as equation (...) to test whether the levels of firm's market values vary cross sectionally with the level of their earnings. The reason is that many factors affect the expected future cash flows and likely to make relation between the levels of earnings and stock prices difficult to observe. Instead, following Ball and Brown (1968), most researchers concentrate on the relation between change in earnings and changes in stock prices around the time of announcement of those earnings changes. More specifically, they concentrate on changes in earnings change announcement. It is hope that by concentrating on the rate of return around earnings announcements and pooling those rates of return over time, other factors affecting future cash flows and the level of stock prices will average out to zero. (Watts e Zimmerman, 1986, p.29)

Sob os fundamentos da eficiência do mercado a ocorrência de alguma surpresa (evento inesperado) altera as expectativas por parte dos investidores provocando um ajuste (reação) nos preços das ações. Este movimento reflete a incorporação das surpresas (novas informações contidas nos eventos inesperado) pelo preços das ações. Entre os eventos inesperados se encontra a divulgação dos resultados contábeis em valores diferentes daqueles esperados pelo mercado, que possui, conforme Watts & Zimmerman (1986, p.32) o seguinte relação com os preços:

If accounting earnings are a surrogate for realized cash flows, it is likely that the portion of accounting earnings unexpected by the market is related to the market's unexpected cash flows and hence to the abnormal rate of return and the realized rate of return of the firm.(...)
If information on the firm's accounting procedures is costlessly available to everyone, the relation between unexpected earnings and the abnormal rate

of return exists only to the extent the unexpected earnings reflect unexpected cash flows.

Neste Contexto, existe a necessidade de uma medida que mensure o grau de relacionamento entre o lucro inesperado, denominado de lucro anormal (unexpected earnings) e o retorno inesperado, denominado de retorno anormal (unexpected return) provocado pela sua divulgação.

Na literatura de pesquisa em contabilidade esta medida é denominada como *Earnings Response Coefficient*⁴ (ERC), e por definição mensura o adicional do retorno anormal em resposta ao componente inesperado dos lucros divulgados pelas empresas. Outra definição⁵ adequada seria: ERC (Earnings Response Coefficient) mensura a relação do retorno das ações às surpresas no lucros em torno da data de divulgação dos lucros.

De forma ampla o ERC compreende, conforme Beaver, Clarke e Wright (1979), a relação entre retornos anormais e lucros anormais, e uma das formas usualmente utilizada para sua representação e estimação é por meio do seguinte modelo:

$$UR_i = a + bUX_i + e_i \quad (\text{A.4})$$

onde,

UR	=	Retorno Anormal da empresa i ,
a	=	Interceptor,
b	=	ERC (Coeficiente de variação),
UX	=	Lucro Anormal da empresa i ,
e	=	Erro da empresa i .

Pelo modelo, o ERC corresponde, por definição técnica, ao coeficiente de variação b do elemento independente UX (Lucro Anormal) em relação à variação do

⁴ Coeficiente de Resposta dos Lucros

⁵ Presente nos Dicionários de Termos Financeiros. Por Exemplo, ver: <http://www.english-to-french-translation.com/dictionaries/financial/bfglose.htm>

elemento dependente UR (Retorno Anormal). Em uma definição mais prática, o ERC corresponde à associação entre o excesso de retorno e a surpresa nos lucro contábeis divulgados.

A pesquisa de contabilidade em mercados de capitais tem utilizado vários procedimentos para o cálculo do retorno anormal e do lucro anormal. Entretanto, existem um conjunto de procedimentos que é mais indicado devido à sua fundamentação e consistência teórica.

Para o cálculo do retorno anormal pode-se utilizar duas formas: a primeira, seria a variação dos preços em um determinado período; e a segunda, seria o cálculo do retorno ajustado ao mercado. Devido à sua consistência teórica, a segunda forma é a mais indicada e utilizada. O cálculo do retorno ajustado ao mercado é geralmente realizado pelo Modelo de Mercado⁶.

$$r_{i,t} = a_i + b_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (\text{A.5})$$

onde,

r_i	=	Retorno da empresa i ,
a_i	=	Interceptor da empresa i ,
b_i	=	Coefficiente de variação da empresa i ,
r_m	=	Retorno do Mercado,
e_i	=	Erro da empresa i .

Para a pesquisa em contabilidade em mercado de capitais o modelo de mercado possui uma interpretação especial que não se origina de suas especificações estatísticas. Na estrutura do modelo, a taxa de retorno do mercado $r_{m,t}$ é responsável por capturar os efeitos de todas as variáveis que afetam o retorno de todos os ativos, e o termo $e_{i,t}$ é responsável por capturar os efeitos das variáveis

⁶ Muitos autores preferem utilizar o CAPM (Capital Asset Pricing Model) para o cálculo do retorno anormal.

somente sobre o ativo i . Assim, por representar a diferença entre o retorno esperado e o realizado, o termo $e_{i,t}$ é denominado como retorno anormal.

Para o cálculo do lucro anormal são utilizadas basicamente duas formas⁷: a variação dos lucros durante o período, e a diferença entre o lucro divulgado e o lucro previsto pelos analistas. Entre as formas, a primeira forma de cálculo, a variação do lucros, é consistente com o modelo *Random Walk*. A segunda forma, a diferença entre o lucro divulgado no período e o lucro previsto pelo analistas, para o mesmo período, é estimada da seguinte forma:

$$UX_{i,t} = Ud_{i,t} - Up_{i,t} \quad (\text{A.6})$$

onde,

$UX_{i,t}$	=	Lucro Anormal da empresa i no exercício t ,
$Ud_{i,t}$	=	Lucro divulgado da empresa i no exercício t ,
$Up_{i,t}$	=	Lucro previsto (pelo mercado) para empresa i no exercício t .

De acordo com os fundamentos da Eficiência do Mercado o ERC pode ser abordado como uma unidade que representa a quantidade de nova informação necessária para provocar uma reação no preço da ação. Sob esta lógica, o ERC torna-se, para a contabilidade, uma poderosa ferramenta. Por meio do ERC torna-se possível mensurar o efeito de uma nova informação divulgada que não estava incorporada nas expectativas dos investidores.

Utilizando o ERC torna-se possível, para a pesquisa em contabilidade, mensurar a relação entre os retornos anormais e os lucros anormais em duas dimensões:

- **Direção:** de acordo com o sinal apresentado pelo coeficiente pode-se registrar a direção dos retornos anormais em relação à divulgação dos

⁷ Ball & Brawn (1968) apresentaram uma forma alternativa baseada em um mercado de lucros.

lucros anormais. Esta observação é de grande importância para a contabilidade. Uma vez que se observa que o retornos anormais seguem a mesma direção dos lucros anormais, constata-se que ambos são influenciados pelos mesmos fatores e demonstra a relevância da informação contábil;

- **Magnitude:** representa o tamanho da relação entre os retornos anormais e os lucros anormais. A confirmação da relevância das informações contábeis não significa que os retornos das empresas respondem da mesma forma em relação à sua divulgação. Por não apresentarem as mesmas características, ou por não serem influenciadas da mesma forma diante de vários fatores, as firmas reagem de forma sensivelmente diferente em relação à divulgação dos lucros inesperados.

A relação entre o preços das ações e o lucro contábil foi, por meio do ERC (Earnings Response Coeficient) ou de outras metodologias, amplamente estudada pela pesquisa empírica em contabilidade. As evidências encontradas confirmam a relevância das informações divulgadas pela contabilidade para o mercado. Entretanto, as evidências encontradas demonstram que a relação entre os preços e o lucros variam sensivelmente entre as firmas, indicando que as expectativas do mercado podem sofrer revisões que podem ser provocadas por elementos inesperados (ou seja, não antecipado) como: mudanças na economia, lucros anormais ou qualquer outro fator específico (da empresas, do setor ou do mercado) que esteja relacionado com o retorno do ativo.

2.5. A CONTABILIDADE E OUTRAS FONTES DE INFORMAÇÃO

Conforme descrito anteriormente, de acordo com o Hipótese do Mercado Eficiente na forma semi-forte, os preços refletem todas as informações publicamente disponíveis.

Pelo conceito de publicamente disponíveis podemos enquadrar as informações divulgadas pela contabilidade, informações sobre a economia em geral, informações setoriais, políticas, notícias e anúncios ou qualquer outra informação relacionada às empresas que esteja à disposição de seus usuários. Sob esta ótica, conclui-se que a contabilidade não é a única fonte de informação, mas apenas uma das fontes de informações publicamente disponíveis sobre as empresas.

The set of information available at time t also contains other sources of information on economy-wide and industry-wide events, as well as on firm-specific events. Some alternative sources on economy-wide and industry-wide events include: industrial production reports, reports on industrial prices, reports on stabilization policies (e.g., reports on the policies of the Federal Reserve Board), and forecasts issued by trade associations, among other things. All of these kinds of items are competitive sources of information vis-à-vis accounting numbers because both they and accounting numbers reflect the same kinds of events, e.g., economy-wide and industry-wide events. (Gonodes, 1975, p.625)

A constatação de que a contabilidade é uma parte de um conjunto maior de informações proporciona, de acordo com Hendriksen e Van Breda (1999, p. 120) algumas implicações para a contabilidade:

- **Concorrência:** no momento em que existe mais de uma opção disponível, a contabilidade compete como outras fontes como fornecedora de informação para os participantes do mercado. Os investidores podem recolher dados sobre a atividade da empresa através das mais diversas fontes, tais como: jornais, revistas especializadas, relatórios de bancos ou corretoras, entidades

governamentais, etc. Caso a contabilidade não consiga fornecer informações úteis para os seus usuários haverá uma demanda por essas outras fontes de informação sobre o comportamento da empresa;

- **Nível de Relevância:** se várias fontes oferecem informações sobre a empresa, a contabilidade corre o risco de suas demonstrações divulgadas apresentarem informações que já foram de alguma forma divulgadas por outra fonte, e assim já são conhecidas pelo mercado, e portanto estão incorporadas nas expectativas dos investidores. Na ordem em que a contabilidade não fornece nenhuma informação nova, as demonstrações divulgadas pela mesma não causam nenhuma surpresa ao mercado. Se não há surpresa, os preços não reagem à divulgação das demonstrações, portanto a informação contábil pode ser considerada como irrelevante para o investidor. Entretanto, apesar de serem conhecidas antecipadamente, a informação contábil pode ter algum valor. As demonstrações divulgadas podem confirmar ou refutar informações emitidas antecipadamente, possibilitando a avaliação da precisão e da confiabilidade de outras fontes;
- **Custo da Informação:** ser uma informação publicamente disponível, não significa a relevância da contabilidade sobre as expectativas de seus usuários. A utilização da informação contábil depende, não somente de seu conteúdo, mas também do custo e do esforço do usuário para adquiri-la, utilizá-la, e inclusive processá-la. Caso considere muito dispendioso desmembrar e analisar as informações

contidas na contabilidade, o usuário pode favorecer outra fonte (por exemplo: relatórios de analistas).

A amplitude da contabilidade como fonte de informação está diretamente correlacionada com o papel da informação dentro do arcabouço teórico da Hipótese do Mercado Eficiente. Sob este cenário, Gonodes (1975, p.625) resume a influência da concorrência sobre o nível de relevância da contabilidade para o mercado:

Asserting that there are competing sources of information vis-à-vis accounting numbers implies something about the market for information. Specifically, it implies that there are substitute sources of information. As in any other market, the existence of substitutes weakens or eliminates any potential for a monopolistic position by one source. One implication of the preceding remarks is that – in a conventionally defined efficient capital market – agents will not blindly accept and use only accounting numbers in establishing firm's values. In other words, there are alternatives to accounting numbers in establishing firm's values. Hence, the market is not constrained to using accounting numbers. If the alternative sources of information suggest that accounting numbers. If the alternatives sources of pertinent to assessing firm's values, then the accounting numbers will not be blindly used by capital market agents. In short, in a conventionally defined efficient capital market, there appears to be no basis for expecting a mechanical relationship between reported accounting numbers and firm's equilibrium values. In such a capital market, those numbers will effect equilibrium prices and adjustments thereof only to the extent that they convey information pertinent to assessing firm's values.

Apesar das implicações listadas, a pesquisa em contabilidade tem encontrado evidências empíricas sobre a sua significativa relevância para os seus usuários. Porém ainda existe a necessidade da ampliação do conhecimento sobre a interação e a influência da contabilidade sobre outras fontes de informações.

2.6. O AMBIENTE DA CONTABILIDADE

Para atingir os seus objetivos e realizar as suas atividades como meio de informação a contabilidade necessita estar inserida em um determinado ambiente. Sendo assim, para estudá-la é de grande importância conhecer as características do ambiente no qual ela está inserida.

Os objetivos da divulgação financeira, diz o FASB, “decorrem em grande parte das necessidades daqueles aos quais a informação se destina, o que por sua vez depende muito da natureza das atividades econômicas e das decisões com as quais os usuários estão envolvidos”. Portanto, é essencial conhecer o ambiente econômico, legal, político e social no qual os padrões são fixados. (Hendriksen e Van Breda, 1999, p.114)

Se ao gerar, estruturar e publicar/divulgar as suas informações, a contabilidade o faz conforme padrões baseados nas relações entre os seus usuários, torna-se fundamental conhecer como este ambiente se encontra estruturado, seja na forma social, econômica, política, comercial ou jurídica.

De alguma forma, o ambiente da contabilidade vem sendo pesquisado pelos mais diferentes ângulos. Quanto ao ambiente econômico, para Hendriksen e Van Breda (1999, p. 114), tem sido pesquisado os potenciais usuários e as suas respectivas preferências, e quanto ao ambiente político são pesquisadas as relações contratuais entre os seus diversos usuários. Pelo lado social e ambiental, Carvalho (2001, p.1) argumenta que a contabilidade desempenha um papel de responsabilidade social, alargando seu escopo, no sentido de também contemplar mensurações dos custos e benefícios sociais de uma empresa.

Recentemente, a pesquisa em contabilidade tem procurado abordar o ambiente pela ótica da Governança Corporativa. Entretanto, por ser um assunto recente e que vem possuindo crescente atenção pela pesquisa em todas as áreas afins à contabilidade (administração e economia), ainda não existe uma definição consistente que atenda plenamente a todos os seus pesquisadores. Abaixo, segue a definição de Governança Corporativa conforme vários autores:

- Para Roque (2001, p. 434), Governança Corporativa compreende: “...as regras e o procedimentos para garantir que uma companhia seja administrada adequadamente, que os diretores certos sejam nomeados

com suas regras definidas e que os diretores se comportem apropriadamente, segundo a lei e a melhor prática. O modo como as companhias são conduzidas varia amplamente entre os países e mesmo dentro dos países, e não existe um modelo universal simples que pode ser seguido”.

- Conforme Watts (1996):”...Governança corporativa são as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais. Governança corporativa é valor, apesar de, por si só, não cria-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança temos também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa”.
- Para Martinez (2001, p.136):”...a Governança Corporativa (Corporate Governance) poder ser definida com o conjunto de processos através dos quais os investidores minimizam custos de agenciamento, por meio da nomeação de conselho de administração (board of directors) que, por força dos estatutos das companhias, são encarregados de monitorar os desempenhos dos gestores. Nas modernas organizações, os acionistas

delegam para os conselhos de administração, o direito de tomar as decisões relevantes da empresa, e este grupo, também por delegação, repassa aos gestores esse poder. Entretanto, em contrapartida, demanda-se a prestação de contas e implementa-se o acompanhamento das principais decisões que estão sendo realizadas na empresa”.

- De acordo com Ventura (2002):”...existem muitas formas para se definir governança corporativa. De forma clara e simples, a Governança Corporativa pode ser extendida como o sistema que engloba todas as relações econômicas entre sócios de uma mesma empresa, todas as relações econômicas entre esses sócios e suas empresas e a forma como esses sócios administraram as suas empresas”.
- E conforme Lopes (2001, p.122):”...esta linha de pesquisa relativamente recente em finanças procura analisar a relação entre os fornecedores de capital e os administradores das empresas. Essa relação envolve uma série de fatores legais, econômicos e culturais que criam o ambiente propício para que determinados tipos de relações estabeleçam-se”.

Entre as definições apresentadas, a contabilidade estaria melhor enquadrada à última definição, elaborada por Lopes (2001). Porém, a primeira definição, a de Roque (2001), levanta um fator importante sobre a relação da contabilidade com seus usuários: a variabilidade da forma de governança corporativa entre diferentes países. Ou seja, o relacionamento entre as partes, e neste caso pode-se enquadrar aquele entre a contabilidade e seus usuários que devem refletir as formas de governança corporativa, e conseqüentemente, os modelos legais que regem os contratos em cada país.

Sobre este tema La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney realizaram, em um conjunto de estudos, uma importante contribuição pesquisando os sistemas de regras para proteção de acionistas e credores.

Em uma série de artigos, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney pesquisaram o efeito de diferentes níveis legais de tratamento dado aos minoritários em diversos países. Concluíram que essas diferenças estariam relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à política de dividendos praticada e ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo. Concluíram que a abordagem legal é essencial para o bom entendimento das práticas de governança entre os países. (Srouf, 2001, p.4)

Estes autores, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney, conseguiram através de um trabalho (1998) realizado com dados de 49 países diferentes, identificar dois modelos gerais de sistema legal: *Civil-law* e *Common-law*.

The civil, or Romano-Germanic, legal tradition is the oldest, the most influential, and the most widely distributed around the world. It originates in Roman law, uses statutes and comprehensive codes as a primary means of ordering legal material, and relies heavily on legal scholars to ascertain and formulate its rules (Merryman, 1969). Legal scholars typically identify three currently common families of laws within the civil law tradition: French, German, and Scandinavian. The French Commercial Code was written under Napoleon in 1807 and brought by his armies to Belgium, the Netherlands, part of Poland, Italy, and western regions of Germany. In the Colonial era, France extended its legal influence to the Near East and Northern and sub-Saharan Africa, Indochina, Oceania, and French Caribbean islands. French legal influence has been significant as well in Luxembourg, Portugal, Spain, some of the Swiss cantons, and Italy (Glendon et al. 1994). When the Spanish and Portuguese empires in Latin America dissolved in the nineteenth century, it was mainly the French civil law that the lawmakers of the new nations looked to for inspiration.(...)

The common-law family includes the law of England and those laws modeled on English law. The common law is formed by judges who have to resolve specific disputes. Precedents from judicial decisions, as opposed to contributions by scholars, shape common law. Common law has spread to the British colonies, including the United States, Canada, Australia, India, and many other countries. (La Porta *et al.*, 1998, p.1118-1119)

Comparando a estrutura jurídica dos países regidos por cada um dos modelos citados, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishney constataram, independentemente do nível per capita e do nível de desenvolvimento econômico, que países que adotam o modelo *Civil-Law* apresentam menor nível de proteção para acionistas e credores do que os países que adotam o modelo *Common-Law*.

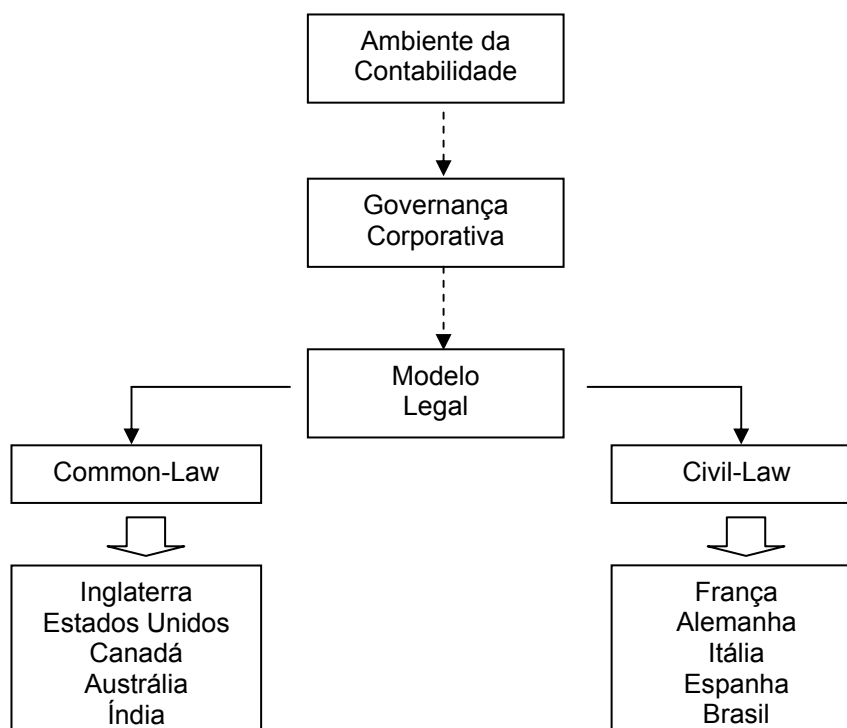


Figura 4: Tipos de Modelos Legais

Seguindo esta mesma linha de pesquisa, Ball, Kothari e Robin (2000) realizaram um extenso estudo sobre o papel da contabilidade dentro do ambiente da Governança Corporativa. Os autores analisaram as diferenças institucionais entre países que utilizam dois modelos de sistemas legais diferentes: *Common Law*⁸ e *Code Law*⁹.

Common Law arises from individual action in the private sector. It emphasizes following legal procedure over rules(...). Common Laws – including accounting standards – evolve by becoming commonly accepted in practice. While it might be efficient private-sector bodies to codify generally-accepted rules and make them binding on their members, such standards arise in an accounting market, not in government. Common Law originated in England and now is found in UK and many former British colonies.

Code-Law originates from collective planning in the public sector. Code-law accounting standards are established by governments or quasi-governmental bodies, such as *France's Conseil National de la Comptabilité* or Japan's Business Accounting Deliberation Council (which advises the Ministry of Finance). The code prescribes regulations ranging from abstract principles (e.g., "prudence") to detailed procedures (e.g., the format of financial statements). Code-law enforcement is a governmental function, involving administrative bodies undertaking criminal prosecution for code violation. (Ball, Kothari e Robin, 2000, p. 9-10)

⁸ Direito Consuetudinário (ou Jurisprudência de Origem Privada).

⁹ Direito Romano (ou Sistema Jurídico Normativo Romano). Também denominado de *Civil Law* por La Porta *et al.* (1997) ou *Continental Model* por Ali e Hwang (2000).

Através de um vasto número de hipótese, os autores procuravam por evidências acerca da influência do sistema legal vigente no país sobre a demanda pelas informações contábeis. Conforme síntese realizada por Lopes (2001), seguem as diferenças, apresentadas por Ball, Kothari e Robin (2000), para a contabilidade em relação aos dois modelos:

Pontos	Common Law	Code-Law
Regulamentação	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. Contábil, etc...) menos regulamentadas	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. Contábil, etc...) mais regulamentadas
Estrutura Acionária	Estrutura acionária dispersa entre um grande número de acionistas. (Shareholder System)	Controle nas mãos de poucos acionistas e ligados à gestão. (Stakeholder System)
Força da Profissão Contábil	Auto regulamentadas e com enorme impacto social e prestígio.	Não abordado.
Impacto Tributário na Contabilidade	Pequena influência da legislação tributária	Forte Interferência da legislação tributária.
Obrigatoriedade Pagtº dividendos	Não abordado.	Impacta sobre a "qualidade" do lucro contábil.
Regulamentação Contábil	Está fora da esfera de influência governamental.	Normalmente regulada legalmente diretamente pelo governo.

Fonte: Adaptado de Lopes (2001, p.124-127)

Quadro 3: Diferenças para Contabilidade em relação aos modelos (*Common Law* x *Code-Law*)

Outra importante contribuição sobre este tema foi realizada por Ali e Hwang (2000). Os autores exploraram a relação entre a relevância das informações contábeis e fatores específicos de diversos países. Foram considerados 5 (cinco) fatores específicos: Tipo de Sistema financeiro (bank-oriented versus market-oriented), Participação dos profissionais sobre a regulamentação, Tipo de Sistema Legal (British-American model versus Continental model), Influência das normas tributárias e gastos com auditoria externa. No quadro abaixo, segue o resumo das evidências encontradas por Ali e Hwang (2000):

Fatores	Evidências
Sistema Financeiro	As informações contábeis são menos relevantes em países onde o suprimento de capital está concentrado em bancos (bank-oriented financial system)
Participação dos profissionais	Em países onde as instituições profissionais não estão envolvidas no processo de estruturação das normas, as informações contábeis são menos relevantes
Sistema Legal	A relevância das informações é menor em países que adotam o Continental System (civil-law) do que em países que adotam o British-American Model (code-law)
Influência Normas Tributárias	A relevância é menor em países onde as normas tributárias influenciam os procedimentos contábeis
Gastos com Auditoria	A informações contábeis são mais relevantes em países onde os gastos com serviços de auditoria externa são maiores

Quadro 4: Evidências encontradas por Ali e Hwang (2000)

Adicionalmente, Lopes (2001) apresenta uma lista de outros fatores relacionados à estrutura da Governança Corporativa que influenciam a demanda pela informação contábil independentemente dos modelos legais (*Common Law* ou *Code Law*). São eles:

- **Custo de Litígios:** "... Os custos dos litígios não dependem do modelo legal, mas sim se seu custo esperado (probabilidade de exercer os direitos)",
- **Fontes de Financiamentos:** "...Países onde a maior parte do financiamento advém do mercado de capitais tendem a possuir modelos de evidenciação mais transparentes do que países que baseiam o financiamento em débito",
- **Tamanho do Mercado de Capitais:** "...Mercados maiores e mais desenvolvidos possuem empresas com base acionárias dissolvidas

que demandam informações detalhadas. Nesses mercados a contabilidade serve como redutora da assimetria informacional”,

- **Sofisticação da Base de Investidores:**”...Mercados onde predominam investidores institucionais, fundos de investimentos e afins tendem a utilizar a informação contábil de forma diferente daqueles onde a base de investidores é menos sofisticada”.

Em relação ao propósito deste trabalho, deve-se ressaltar que pelas evidências encontradas nos trabalhos de La Porta *et al.* (1998), Ball *et al.* (2000), Ali e Hwang (2000) e outros, a relevância da informação contábil apresentou-se superior em países que adotam o sistema legal do tipo *Common Law*, tais como Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália. Além do sistema legal, estes países também apresentam outros fatores que favorecem a relevância da informação contábil, tais como: mercados desenvolvidos com grande pulverização das ações negociadas e mercado de capitais como principal fonte de financiamento.

Mesmo com as recentes evidências encontradas pela pesquisa em contabilidade dedicada à análise do ambiente no qual a mesma está inserida, muito ainda precisa ser feito para desvendar as influências sobre a contabilidade de todos os fatores presentes em seu ambiente, sejam eles de ordem econômica, jurídica, política, social, cultural ou pelo ângulo mais recente, da governança corporativa. O descuido ou a omissão em relação a este ponto favorecerá a construção de hipóteses inconsistentes com a real relação da contabilidade e seus usuários, caracterizando a superficialidade do estudo realizado.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. CONTEÚDO INFORMACIONAL (BALL & BROWN)

Muitas pesquisas foram realizadas com a finalidade de encontrar evidências sobre o impacto da contabilidade sobre os preços das ações. O primeiro trabalho dessa linha de pesquisa foi desenvolvido pelos professores Ray Ball e Philip Brown, em 1968, na qual foi analisada a influência dos lucros residuais sobre os preços das ações negociadas na Bolsa de Nova York.

O trabalho elaborado por Ball & Brown (1968) compreendeu em uma investigação sobre a divulgação dos resultados anuais. A finalidade era observar se os resultados refletiam fatores que afetavam os preços das ações. “A questão que analisaram em seu artigo envolvia a possibilidade de usar os dados de lucro anual por ação para gerar retornos anormais”.(Hendriksen e Van Breda, 1999, p.126)

Para testar a hipótese se os resultados anuais incorporam informações para o mercado, os autores utilizaram a média do retorno anormal do respectivo mês da divulgação. Neste contexto, se os resultados possuírem conteúdo informativo, a sub-amostra dos lucros anormais positivos deveriam apresentar retornos anormais positivos, e em direção oposta, a sub-amostra dos lucros anormais negativos deveriam apresentar retorno anormal negativo. (Watts e Zimmarman, 1986, p.40)

Para o desenvolvimento da pesquisa, Ball & Brown utilizaram como base o ERC (Earnings Response Coefficient) para fundamentar a relação entre os lucros e os preços das ações. Especificamente, por meio do sinal do ERC os autores observaram a direção da variação dos retornos em relação aos lucros.

Os autores utilizaram três formas para medir os lucros anormais. As duas primeiras consistiam no lucro líquido (Net Income) e no Lucro por Ação (EPS) calculados a partir de um mercado de lucros. Na terceira forma, foi utilizado o *naive*

*model*¹⁰ (modelo ingênuo) que era simplesmente a variação entre o lucro por ação (EPS) do período atual t e o do período anterior $t-1$.

Depois de calculados, os lucros anormais foram agrupados em duas carteiras. Em uma carteira foram agrupados os lucros maiores do que os previstos, e em outra carteira foram agrupados os lucros menores dos que os previstos.

Como medida do retorno anormal¹¹, os autores utilizaram a diferença entre o retorno esperado e o retorno da ação da empresa. A medida de mensuração do retorno anormal de todas as empresas dos autores foi formada a partir do índice API (Índice de performance anormal) que era formado a partir da média dos retornos anormais de cada sub-amostra. O índice IPA foi construído com base na seguinte formulação:

$$IPA = \frac{1}{Q} \sum_{q=1}^Q \prod_{t=-11}^T (1 + e_{q,t}) \quad (\text{B.1})$$

onde,

IPA	=	Índice de Performance Anormal,
Q	=	Número de ações por resultado (lucro ou prejuízo),
$e_{i,t}$	=	Retorno Anormal para a ação i no período t .

O índice IPA (t) representa o valor de 1\$ (um valor monetário) investido na carteira 12 meses antes a divulgação das demonstrações financeiras e mantidos por t meses (onde $t = -11, -10, \dots, +5, +6$).

Para cada uma das carteiras de lucros anormais os autores computaram um índice IPA (Índice de performance anormal) para cada mês em torno da divulgação

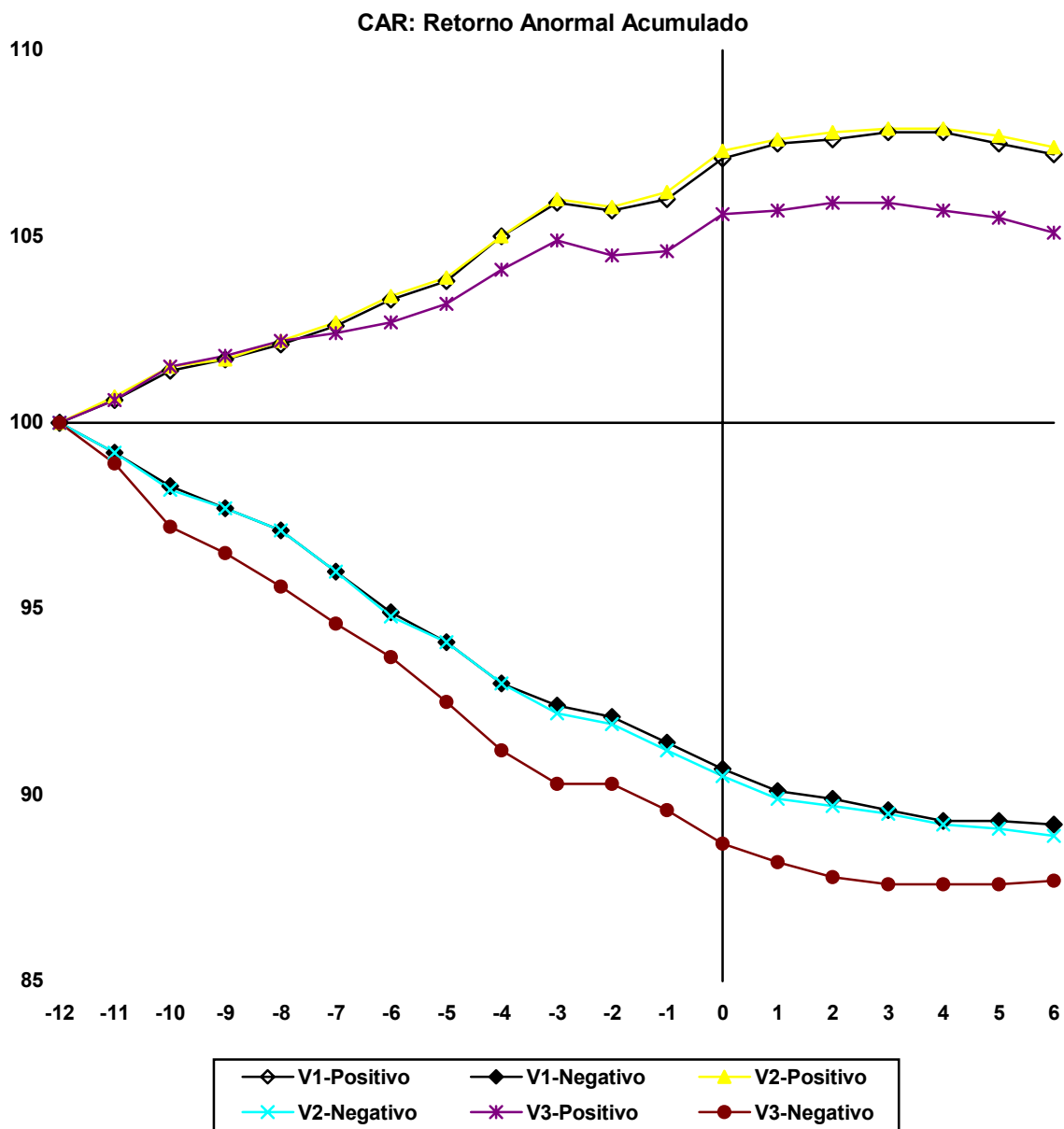
¹⁰ Conforme Watts e Zinermam (1986), *naive-model* consiste num modelo aleatório simples (*random walk model*) de lucros anuais, em que:

$$A_{i,t} = A_{i,t-1} + w_{i,t}$$

onde $E(w_{i,t}) = 0$, $\sigma^2(w_{i,t}) = \text{constante}$ para todos t e covariância $(w_{i,t}, w_{i,t+1}) = 0$ para todos $t <> 0$.

¹¹ O retorno anormal foi obtido através da reta do mercado.

dos lucros. Por meio do Índice de performance anormal os autores calcularam os retornos anormais das carteiras por uma janela com início no mês -11 à data de divulgação das informações contábeis e com final em +6. O comportamento de cada índice em cada uma das carteiras foi apresentado por uma representação gráfica replicada no Gráfico 1.



Fonte: Ball e Brown (1968)

Gráfico 1: Sumário das Estatísticas Mensais da Divulgação do Resultado Anual

A origem da série dos retornos anormais começa um ano (12 meses) antes da divulgação dos resultados. As sub-amostras que possuem retornos anormais positivos apresentaram crescimento no período compreendido pelo início da série (-12) até a data de divulgação (0). Seguindo a mesma tendência dos resultados a serem divulgados, as sub-amostras com retornos anormais negativos apresentaram decréscimo no mesmo período (-12 a 0). A partir da data de divulgação (0) ambas sub-amostras, positivas e negativas, registraram considerável redução nas respectivas variações em relação aos crescimentos/decréscimos anteriormente apresentados.

A evolução gráfica dos Retornos Anormais Acumulados de cada uma das sub-amostras (Gráfico 1) foram baseadas nos dados listados na tabela 1:

Período	Modelo Mercado de Lucros				Random-Walk		Amostra Total
	Net Income		EPS		EPS		
	1	2	1	2	1	2	
-11	1.006	.992	1.007	.992	1.006	.989	1.000
-10	1.014	.983	1.015	.982	1.015	.972	.999
-9	1.017	.977	1.017	.977	1.018	.965	.998
-8	1.021	.971	1.022	.971	1.022	.956	.998
-7	1.026	.960	1.027	.960	1.024	.946	.995
-6	1.033	.949	1.034	.948	1.027	.937	.993
-5	1.038	.941	1.039	.941	1.032	.925	.992
-4	1.050	.930	1.050	.930	1.041	.912	.993
-3	1.059	.924	1.060	.922	1.049	.903	.995
-2	1.057	.921	1.058	.919	1.045	.903	.992
-1	1.060	.914	1.062	.912	1.046	.896	.991
0	1.071	.907	1.073	.905	1.056	.887	.993
+1	1.075	.901	1.076	.899	1.057	.882	.992
+2	1.076	.899	1.078	.897	1.059	.878	.992
+3	1.078	.896	1.079	.895	1.059	.876	.991
+4	1.078	.893	1.079	.892	1.057	.876	.990
+5	1.075	.893	1.077	.891	1.055	.876	.989
+6	1.072	.892	1.074	.889	1.051	.877	.987

Fonte: Adaptado de Ball e Brown (1968)

(1) Índice de Performance Anormal: eventos em que o lucro anormal era positivo

(2) Índice de Performance Anormal: eventos em que o lucro anormal era negativo

Tabela 1: Sumário das Estatísticas Mensais da Divulgação do Resultado Anual

Os resultados encontrados por Ball & Brown identificou, sobre a relação entre os lucros contábeis e os preços das ações, as seguintes evidências:

- O índice IPA foi significante maior do que uma unidade (\$1) para a carteira que apresentou os lucros anormais positivos;
- Os retornos anteciparam os resultados, se ajustando aos lucros divulgados antes da divulgação das demonstrações financeiras. Os retornos registraram um ajuste gradual nos períodos em torno da divulgação, assim, neste momento já ocorreu a maioria do ajustamento dos retornos aos lucros;
- A evolução dos retornos anormais indicam que a maioria das informações contidas nas demonstrações financeiras anuais são corretamente antecipadas pelo mercado antes de sua divulgação. A divulgação das demonstrações financeiras anuais carregam poucas novas informações, assim, os preços tendem a liderar os lucros. A maioria das informações é disponibilizada por outros meios, tais como: lucros trimestrais, estimativas de analistas, anúncio de lucros de outras empresas, notícias sobre vendas e custos, insider trades, etc.
- As informações dos lucros não completamente antecipadas pelo mercado, existe alguma reação de preços – na mesma direção dos lucros divulgados – nos meses de seu anúncio. Porém, o valor do ERC (Earnings Response Coefficient) é pequeno.

A investigação realizada por Ball e Brown foi capaz de fornecer evidências sobre a utilização e a relevância das informações contábeis para os usuários que participam do mercado acionário.

Seus resultados, dizendo essencialmente que os preços de títulos variam na mesma direção dos lucros contábeis, (...) pode estar ocorrendo porque os títulos estão reagindo aos mesmos eventos que os lucros. Alternativamente, pode estar ocorrendo que os lucros transmitem informação ao mercado de títulos. No mínimo, o mercado se comporta como se os lucros contivessem informação. (Hendriksen e Van Breda, 1999, p. 206)

Com a realização deste estudo, em 1968, Ball e Brown provocaram o início da pesquisa de contabilidade em mercado de capitais. Desde esta data, uma extensa e diversificada literatura foi desenvolvida com a finalidade de investigar empiricamente a relação entre lucros e preços das ações.

3.2. OUTROS ESTUDOS RELEVANTES EM MERCADOS DESENVOLVIDOS

Após a publicação do estudo realizado por Ball e Brown (1968), uma série de estudos relacionados com a mesma questão – a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais – foram realizados em diversos países, principalmente naqueles que detinham um mercado de capitais desenvolvido¹².

Alguns desses trabalhos se dedicaram a replicar a pesquisa, inicialmente realizada por Ball e Brown (1968), utilizando dados de divulgações anuais e trimestrais. As evidências encontradas nas replicações indicam que os resultados encontrados por Ball e Brown (1968) não são uma exclusividade do mercado americano.

- Brown (1970) repetiu o trabalho elaborado por Ball e Brown (1968) no mercado acionário australiano encontrando evidências similares.

¹² Daqui em diante, este estudo utilizará a seguinte classificação: mercados desenvolvidos (para Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália) e mercados menos desenvolvidos (para os demais países)

Porém, foi observado que no mercado australiano o ajustamento do preço é mais lento durante o ano e mais intenso durante o mês de divulgação das demonstrações contábeis.

- Foster (1975) iniciou os estudos sobre a reação dos preços em relação a divulgação das informações em outros mercados americanos, além da Bolsa de Nova York (NYSE), e em setores específicos. Nesta pesquisa foi examinada a relação entre preços e lucros contábeis das empresas de seguros listadas no mercado de balcão (OTC, Over-The-Counter). Os testes empíricos realizados neste estudo, além de corroborar com os resultados encontrados em trabalhos anteriores, indicando a existência da forma semi-forte de eficiência para o mercado, forneceu evidências sobre o conteúdo informacional presente nos relatórios de subscrição de lucros emitidos pelas seguradoras conforme as normas do GAAP¹³.
- Forgardg e Herten (1975) replicaram o trabalho de Ball e Brown (1968) no mercado acionário da Suécia, e encontraram evidências consistentes com os resultados verificado no trabalho original.
- Firth (1981) estudou o conteúdo informacional das informações contábeis divulgadas no Reino Unido. Nesta pesquisa, foram considerados os três níveis de divulgação realizados no mercado Britânico. Os resultados encontrados foram consistentes com as evidências previamente encontradas no mercado americano.

¹³ GAAP: General Acceptable Accounting Principles

- Knight (1983) pesquisou o conteúdo informacional dos lucros divulgados na África do Sul. As evidências encontradas foram consistentes com os diversos trabalhos realizados em outros mercados.

Outros estudos que objetivaram ampliar o estudo de Ball e Brown (1968) procuraram analisar, por intermédio de diferentes metodologias, diversos elementos presentes na relação entre as informações contábeis divulgadas e os preços das ações. Entre eles, destacamos os seguintes:

- Beaver, Clarke e Wright (1979) ampliaram o estudo de Ball e Brown (1968) analisando a relação entre a magnitude dos lucros anormais e dos retornos anormais no mercado americano. Os autores verificaram a existência de uma correlação positiva entre as variações percentuais dos lucros e dos preços. As evidências encontradas nesse trabalho indicam que os resultados e os preços são influenciados pelos mesmos fatores;
- Grant (1980) investigou o conteúdo informacional contido na divulgação dos lucros anuais das empresas listadas na bolsa de Nova York (NYSE) e no mercado de balcão (OTC). O autor observou que como as empresas listadas na NYSE possuem maior informação disponível do que as empresas negociadas no OTC, os resultados divulgados das empresas listadas no OTC deveriam ter maior conteúdo informativo. Os resultados encontrados rejeitaram a Hipótese de que não existe diferença entre o conteúdo informativo dos resultados divulgados entre as empresas negociadas na NYSE e OTC. Estas

evidências são consistentes com a hipótese de que o conteúdo informacional dos resultados divulgados varia com o número de fontes alternativas de informações.

Apesar da existência de um grande número de trabalhos realizados sobre este tema, as evidências encontrados nas pesquisas comentadas e em muitas outras que a sucederam não indicam a existência de uma correlação perfeita entre o lucro e o preço das ações. As evidências encontradas assinalam que apesar de seguirem a mesma direção, lucros e preços apresentam variações com intensidades diferentes, ou seja, as variações positivas nos lucros estão relacionadas com variações positivas nos preços, mas não com a mesma escala de variação.

Parte do motivo para a falta de correlação perfeita está no fato de que os preços captam o impacto de um conjunto de informações muito mais amplo do que o representado apenas por lucros contábeis. Por exemplo, os preços reagem a coisas tão exóticas como boatos de guerra e tão corriqueiras quanto variações da taxa de juros de Letras do Tesouro. (Hendriksen e Van Breda, 1999, p. 206)

As evidências encontradas servem como suporte para a construção de hipóteses de pesquisas que abordam as influências dos mais diversos tipos de fatores sobre a relação entre lucros e preços. Entre esses diversos elementos podem ser considerados aqueles presentes no ambiente econômico, como o nível das taxa de juros e o grau de liquidez do mercado, ou aqueles presentes no ambiente governamental ou estrutural da contabilidade, como a regulamentação e o nível de carga tributária.

3.3. TRABALHOS EM MERCADOS MENOS DESENVOLVIDOS

Relembrando Lopes (2002, p.6) os trabalhos nessa arena (pesquisa em contabilidade financeira), em sua maioria absoluta, são realizados em mercados considerados desenvolvidos (principalmente Estados Unidos e Inglaterra) e

evidências a respeito de mercados menos desenvolvidos, especialmente na América Latina, são praticamente inexistentes.

Sem a intenção de esgotar o assunto, pode-se destacar os seguintes trabalhos realizados sobre esta linha de pesquisa em diversos países:

MERCADOS	AUTOR(ES)	TÍTULO DO ESTUDO	ANO
Irlanda	O'CONNEL	The Information Content of Security Prices on The Irish Stock Exchange	1995
Nova Zelândia	HOSSAIM, M. PERERA B. e RAHMAN, A.R.	Voluntary Disclosure in The Annual Reports of New Zealand Companies	1995
China	CHAN, K.C. e SEOW, G.S.	The Association Between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings versus Earnings Adjusted to US GAAP	1996
Finlândia	BOOTH, G. KALLUNKI, J-P, e MARTIKAINEN, T.	Income Smoothing and The Post-Announcement Drift of Earnings: Finish Evidence	1996
Espanha	BALLESTER, M. e LIVNAT, J.	The Association Between Security Prices and Financial Information in The Spanish Stock Market	1997
Alemanha	BOOTH, G. BROUSSARD e LOISTL, O.	Earnings and Stock Returns: Evidence from Germany	1997
Finlândia	MARTIKAINEN, T. KALLUNKI e PERTTUNEN, J.	Finnish Earnings Response Coefficients: the information content of losses	1997
Singapura	ENG, L.L., KHOO, A. e TAN, R.	Communication of Private Information and The valuation of Initial Public Offerings in Singapore	1998
Espanha	PELLICER, M. J. e REES, W. P.	Regularities in the equity price response to earnings announcements in Spain	1999
China	BAO, B. e CHOW, L.	The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in emerging Capital Markets: Evidence from Listed Companies in The People Republic of China	1999
Alemanha	LEUZ, C. e VERRECHIA, R.	The Economic Consequences of Increased Disclosure	2000
Indonésia	DIGA, J.S. e SAUDAGARAM, S.M.	Pre-1998 Reforms in Financial Reporting in Indonesia: the impact of Capital Market Developments	2000
Tuquia	ÇURUK, T. e COOKE, T.	Accounting for Lease Contracts: The Acceptability of International Principles and Practices in Turkey	2000
República Tcheca	JELIC, R. ALEXANDER, D. e BRISTON, R.	Accounting in Transitional Economies: A Case Study of Consolidation Regulations in The Czech Republic	2000

Bahrain	AL-BASTEKI, H.	Strategies for Encahcing Accounting Profession and Practicies in Bahrain: Accounting Expert's Perceptions	2000
Arábia Saudita	AL-RAMAIHI, J.S., POWER, D.M. e SINCLAIR, C.D.	The Distribution of Financial Ratios of Saudi Arabian Companies	2000
Jordânia	ABU-NASSAR, M. e RUTHERFORD, B.	External Reporting in Less Developed Countries with Moderately Sophisticated Capital Markets: A Study of Use Needs and Information Provision in Jordan	2000
Zimbabwe	OWUSU-ANSAH, S.	Noncompliance with Corporate Annual Report Disclorure Requirements in Zimbabwe	2000
México	DAVIS-FRIDAY, P. e RIVERA, J.	Inflation Accounting and 20-F Disclosures: Evidence from Mexico	2000
República Tcheca	JINDRICOVSKA,I.	Earnings Response Coefficients in The Czeck Market	2001

Fonte: adaptado e ampliado de Lopes (2001, p.111-122)

Quadro 5: Trabalhos realizados em Mercados menos Desenvolvidos

Apesar de ser considerada como reduzida, em relação àquela produzida em países desenvolvidos, as pesquisas realizadas em mercados menos desenvolvidos trouxeram evidências importantes para o conhecimento do papel da contabilidade nestes mercados.

3.4. TRABALHOS NO MERCADO BRASILEIRO

Em relação à realidade brasileira, além da situação não ser diferente da de outros países em desenvolvimento, a literatura existente é considerada como escassa.

A literatura nacional também vem apresentando poucas contribuições ao estudo empírico do papel da contabilidade no mercado brasileiro (...) Assim, verifica-se a relativa ausência de documentação nesse assunto no Brasil (...) De uma forma geral, pode-se observar que a contabilidade em mercados emergentes ou menos desenvolvidos vem recebendo pouca ou nenhuma atenção da academia internacional. O Brasil coloca-se como caso a parte nesse cenário com evidências escassas acerca do papel da contabilidade no mercado nacional. (Lopes, 2001, p. 121)

Apesar do pouco interesse da contabilidade brasileira sobre o tema, a maioria dos trabalhos sobre a influência das informações, inclusive àquelas divulgadas pela contabilidade, sobre os preços no mercado de capitais foram desenvolvidos pela

pesquisa empírica em finanças. Pela contribuição proporcionada, alguns destes trabalhos merecem ser destacados.

- Scheihll (1996) investigou, por meio de um estudo de eventos no mercado brasileiro de ações, se a divulgação de demonstrações contábeis de uma empresa de capital aberto produz efeitos no comportamento do preço de suas ações. Os resultados encontrados evidenciaram que a divulgação das demonstrações contábeis anuais e trimestrais das empresas de capital aberto é um evento relevante ao Mercado de Capitais Brasileiro, com capacidade de produzir efeitos significativos sobre o comportamento dos preços de suas ações. As evidências encontradas sustentam a afirmação de que o mercado de capitais brasileiro possui um nível de eficiência semi-forte.
- Costa Jr. e Neves (2000), com base no artigo elaborado por Fama e French (1992), realizaram um estudo com o objetivo de verificar a influência de três variáveis fundamentalistas (valor de mercado, índice preço/lucro e índice valor patrimonial/preço) mais a do coeficiente *beta* sobre a variação dos preços das ações negociadas na BOVESPA, durante março de 1987 a fevereiro de 1996. Os resultados encontrados indicam que as variáveis selecionadas exercem uma influência significativa sobre o preço das ações, porém, a variável *beta* continuou sendo a principal variável na explicação dos preços.

Além das pesquisas citadas, são listadas no Quadro 4 uma série de importantes trabalhos realizados pela pesquisa em finanças sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro.

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 Infomacional	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

Quadro 6: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Finanças Empíricas)

Recentemente, Camargos e Barbosa (2003) teceram uma grande contribuição sobre a eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. Por meio de uma pesquisa bibliográfica, foi elaborada uma síntese dos estudos empíricos publicados sobre o mercado brasileiro, visando a obtenção de indícios sobre a sua eficiência informacional. A síntese dos trabalhos desta pesquisa está listada no Quadro 5.

AUTOR(ES)	TÍTULO DO ESTUDO	DATA PUBLICAÇÃO
CONTADOR, C.R.	A hipótese do mercado eficiente e a rentabilidade de ações	1973
CONTADOR, C.R.	Uma análise espectral dos movimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	1975

BRITO, N.R.O.	Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação	1978
ERRUNZA, V.R.	Efficiency and the programs to develop capital markets: the brazilian experience	1979
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
LEMOS, 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.; PEROBELLI, 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 brasileiro	2000
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

Quadro 7: Trabalhos Empíricos sobre a HME no Mercado de Capitais Brasileiro

Com os resultados levantados e apresentados pelos autores, torna-se possível elaborar a seguinte tabela comparativa das evidências empíricas sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro:

Hipóteses Pesquisadas	Confirma HME	Refuta HME
Fraca	7	3
Semi-Forte	2	6
Forma Geral	1	2
Anomalias	-	3
Total	10	14

Fonte: adaptado de Camargo e Barbosa (2003)

Tabela 2: Resumo das evidências encontradas sobre a eficiência do mercado brasileiro

Com base no conjunto de evidências compiladas em sua pesquisa, os autores, Camargos e Barbosa (2003, p.53) concluíram, “(...) a eficiência do mercado de capitais brasileiro melhorou a partir de 1994, fato que ainda carece de confirmação empírica, feita em eventos relevantes tornados públicos pelas firmas, com dados desse período”.

Em relação à conclusão apresentada pelos autores pode-se destacar dois pontos. O primeiro demonstra que as evidências encontradas pelos trabalhos realizados não foram suficientes para verificar o nível de eficiência do mercado brasileiro. O segundo reside na necessidade de realização de um número maior de pesquisas nesta área.

Em relação à pesquisa de contabilidade no Brasil, os resultados encontrados por Camargos e Barbosa (2003) revelam um momento oportuno para o desenvolvimento de novas pesquisas, principalmente àquelas direcionadas para o

levantamento de evidências sobre a contabilidade como fonte de informação para o mercado de capitais brasileiro.

Recentemente, a contabilidade brasileira vem apresentando um crescente interesse por esta linha de pesquisa. Mesmo apresentando um número reduzido, os trabalhos realizados vêm contribuindo de forma significativa para o aumento do conhecimento sobre a relevância das informações contábeis para o mercado financeira brasileiro.

- Martinez (2001) pesquisou durante o período de 1995 a 1999, o registro de componentes discricionários nos resultados contábeis das empresas brasileiras. As evidência encontradas demonstraram empiricamente que as empresas brasileiras “gerenciam” seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, verificando que as empresas brasileiras com resultados muito ruins maneja-os de maneira a piorá-lo ainda mais, visando melhores resultados no futuro. Adicionalmente, constatou-se que estas empresas que “gerenciam” artificialmente os resultados seduzem os investidores no curto prazo, porém, no longo prazo, o mercado consegue identificar este “gerenciamento”, impondo perdas às estas ações.
- Bernardo (2001), investigou no mercado brasileiro de capitais, através de um estudo de evento, o efeito dos anúncios trimestrais dos resultados contábeis sobre os preços das ações. Pelos testes realizados verificou-se a reação dos preços à divulgação dos resultados, evidenciando a importância dos números contábeis para o mercado.

- Lopes (2001) por meio de pesquisa empírica analisou o papel da informação contábil como variável explicativa do comportamento dos títulos na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). O autor utilizou como estrutura teórica o modelo de Ohlson. O objetivo de seu estudo compreendia a procura de evidências sobre os seguintes pontos: a) o poder de explicação dos resultados anormais futuros e dividendos, b) o poder de explicação do resultado e do patrimônio, e c) o conservadorismo e o reconhecimento assimétrico da informação contábil. Por intermédio dos resultados apurados, o autor encontrou as seguintes evidências sobre o mercado acionário brasileiro: a) a informação contábil é mais significativa do que os dividendos para a explicação dos preços correntes, b) os valores do patrimônio explicam grande parte do comportamento dos preços enquanto os resultados não parecem ser relevantes, c) a informação contábil no Brasil não é tão conservadora como em países cuja legislação é baseada em Lei comum. As evidências encontradas pelo autor refletem de forma ampla o sistema de governança corporativa no Brasil, onde há forte influência da regulamentação, a concentração da propriedade, uma estrutura baseada em proprietários e não em acionistas, uma informação contábil voltada para os órgãos reguladores e proprietários e não para acionistas.

Em complementação aos estudos descritos, deve-se destacar uma série de trabalhos realizados recentemente pela pesquisa em contabilidade brasileira que estão contribuindo de forma significativa para entendimento sobre a importância das informações contábeis para o mercado de capitais nacional.

Autor(es)	Título do Estudo	Data de 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 da Sociedades Anônimas	2001
CARLVALHO, 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 Financeira 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
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

Quadro 8: Trabalhos no Mercado Brasileiro (Pesquisa em Contabilidade)

Apesar do número crescente de trabalhos e de suas contribuições, nota-se que a literatura é reduzida e que existe a necessidade de elaboração de novas pesquisas de contabilidade em mercado de capitais. Somente através do aumento do número de pesquisas em mercados de capitais será possível ampliar e aprofundar o conhecimento sobre a relevância das informações contábeis para os investidores.

4. CARACTERÍSTICAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Antes de abordar as questões específicas do mercado acionário brasileiro, torna-se oportuno apresentar a análise realizada por Andrezo e Lima (1999, p.324) sobre a evolução do mercado financeiro no Brasil:

(...) a estrutura e os instrumentos do mercado financeiro nacional evoluíram bastante nos últimos sessenta anos, passando de uma situação de absoluta insipiência e quase inexistência, para um sistema complexo, com órgãos reguladores e fiscalizadores específicos, além de oferecer serviços diversificados, de modo a atender as necessidades dos participantes, como derivativos e securitizações. As Bolsas de Valores também se modernizaram com a introdução de novos produtos e sistemas de negociação.

Apesar da evolução observada, o mercado brasileiro ainda se enquadra como subdesenvolvido, apresentando um conjunto de deficiências e uma série de problemas a serem resolvidos. Adicionalmente, na mesma análise, Andrezo e Lima (1999, p.326) complementam:

Se compararmos o Sistema Financeiro Nacional com o nível institucional e operacional do Sistema Financeiro de outros países, conclui-se que ainda há muito a ser feito para que se possa afirmar que o mesmo desempenha um papel central na alocação de recursos e riscos na economia brasileira, além de ter um arcabouço institucional que assegure a efetiva proteção do investidor.

Conforme descrito acima, os autores destacam a arcabouço institucional adotado no mercado brasileiro. Como antiga colônia portuguesa, o Brasil herdou de seu colonizador o sistema legal do tipo *Civil-Law*. O sistema adotado no Brasil consiste em normas originadas e controladas pelo estado (ou por instituições ligadas ao estado) e conforme diversos estudos¹⁴ empíricos, as evidências encontradas indicam que em países que adotam o modelo *Civil-Law* apresentam menor grau de desenvolvimento dos mercados de capitais, principalmente o mercado acionário.

¹⁴ Ver La Porta *et al.* (1997), Ball *et al.* (2000) e Ali e Hwang (2000)

O pouco desenvolvimento do mercado brasileiro pode ser relacionado ao seu tamanho. Enquanto no Brasil a participação¹⁵ do mercado acionário é de 27,9%, em mercados desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra, a participação é de 98,9% e 132,2%, respectivamente.

Configurando-se como pouco desenvolvido, o mercado acionário brasileiro apresenta características diferentes dos principais mercados desenvolvidos (Estados Unidos e Inglaterra). Nestes mercados foram elaborados os principais estudos sobre as questões abordadas nesta pesquisa. Descrevendo a diferença entre o mercado brasileiro e o mercado americano, Pricewaterhousecoopers (2002, p.13) publicou:

Existem diferenças importantes entre os mercados de capitais globalizados (especialmente o norte-americano) e a nossa situação, aqui no Brasil. Com efeito, a estrutura e os mecanismos de capitalização das empresas, a quantidade e o tamanho das companhias abertas, a pulverização da propriedade e instrumentalização das poupanças de longo prazo, as práticas de remuneração dos executivos, o ambiente regulatório, entre outros, figuram como importantes diferenciadores entre lá e cá. Mesmo com essas diferenças, a realidade é que as grandes empresas brasileiras têm forte atuação no mercado financeiro internacional e devem se adaptar às regras e aos mecanismos deste. A nova legislação americana (Lei Sarbenes-Oxley), e controles introduzidos sobre auditores independentes, já representarão um grande desafio às empresas brasileiras que têm títulos negociados na Bolsa de NY. Ademais, já tivemos nossos próprios fracassos financeiros por aqui, embora com menor impacto nos danos causados a pequenos investidores.

Como discutido anteriormente, quando fundamentou-se a relação entre o retorno das ações e o lucro contábil, a ocorrência de alguns fatores – presentes no ambiente da contabilidade – podem, diretamente ou indiretamente, influenciar a utilização ou o interesse dos investidores pelas demonstrações contábeis, alterando a reação dos preços das ações em relação à divulgação das informações contábeis. Abordando esta lógica sob a realidade brasileira, Anderson (1999, p.49) descreveu o impacto de fatores econômicos e institucionais sobre os contratos financeiros no Brasil:

¹⁵ Capitalização bursátil sobre PIB pelo Mundo (%), Média 1994-1996. Fonte: Barros *et al.* (2000)

(...) four characteristics of the Brazilian economy are particularly relevant to financial contracting: high inflation, volatile real-sector activity, weak institutions, and an interventionist state. These characteristics exacerbate the hazards of financial contracting and increase the costs of mechanisms that address such problem.

Segundo o autor, as características analisadas refletem a realidade econômica e institucional presente no mercado brasileiro. As características podem ser relacionada com os seguintes itens:

Itens	Características
Ambiente Econômico	Inflação Crônica e Volatilidade da Atividade Econômica
Sistema Jurídico	Estrutura Institucional Ineficiente
Influência do Estado	Estado Intervencionista

Fonte: adaptado de Anderson (1999)

Quadro 9: Características que interferem sobre os contratos no Brasil

A constatação exibida por Anderson vai de encontro com a posição expressa por Lopes (2001, p. 140), as condições gerais de funcionamento e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro impactam diretamente no papel da contabilidade, na explicação do comportamento dos preços negociados. Com base neste argumento, o autor apresentou as seguintes características do mercado brasileiro:

Itens	Características
Controle Acionário e Arcabouço Institucional	Concentração do capital votante e Tratamento dos acionistas minoritários
Fontes de Financiamento	Dívida como principal fonte de financiamento
Participação do Estado na Economia	Estado como principal fornecedor de crédito e capital

Fonte: adaptado de Lopes (2001)

Quadro 10: Características do Mercado Brasileiro

Com a finalidade de incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, Nóbrega (2000) realizou um denso estudo onde apontou um conjunto de

atitudes necessárias para transformar o mercado acionário em uma importante fonte de capital para as empresas brasileiras. Neste trabalho, Nóbrega (2000) identifica as principais características que representam os entraves que inibem o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

Características	Consideração
A Falta de Transparência	A transparência está sujeita às mudanças impostas pela política econômica ou subordinada a influências de naturezas políticas. As mudanças de regras de toda a natureza ocorrem com frequência e prejudicam sua previsibilidade e funcionamento.
O enfraquecimento dos minoritários	A estrutura da Lei das S.A. oferece grande poder discricionário do controlador e conseqüentemente aumenta o risco do acionista minoritário.
As informações ao participantes	Os custos administrativos com auditoria, com elaboração de relatórios financeiros e com taxas de bolsa e CVM desestimula as empresas a recorrerem ao mercado acionário.
As ações preferenciais e a obrigatoriedade na distribuição de dividendos	O pagamento obrigatório de dividendos constitui um fator a desestimular a abertura de capital pelas empresas, pois as obriga a um comprimento fixo, aumenta o custo e, caso não seja atendida em 3 anos consecutivos, implica em perda de controle.
Restrições à movimentação de capitais	A restrição à liberdade de movimentação de capitais significa uma restrição à entrada e à perda de um importante elemento de poupança externa para o desenvolvimento brasileiro.
Fechamento crescente do capital de empresas	O fechamento de capital das empresas tem sido preocupante, pois diminui a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado.
A competição com os mercados estrangeiros	A emissão de ADR's, por algumas empresas brasileiras, provocam a redução da oferta de papéis. O esvaziamento do mercado interno prejudica principalmente as empresas emergentes, que não têm acesso a mercados estrangeiros.
Ambiente macroeconômico de incerteza	A instabilidade afeta os investimentos de forma mais intensa do que outras atividades, pois torna-os mais incertos, dado que visam resultados de longo prazo. Por não serem essenciais no curto prazo, podem ser mais facilmente adiados.
"Crowding Out"	O governo, para colocar sua dívida no mercado, é obrigado a elevar os juros e os investidores passam a preferir esses papéis em detrimento dos títulos privados. O desincentivo ao mercado de capitais é óbvio.
A insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos	O Judiciário constitui fonte de incertezas. Muitas leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e risco de contratos, o que resulta em desestímulo ou custo.
As deficiências na regulação	O trabalho da CVM tem revelado uma efetividade maior quando tratando de grandes violações de regras, mas pouca atenção com os pequenos problemas que ocorrem no mercado.
Os preconceitos contra o mercado de capitais	As bolsas e o mercado de capitais são vistos como um mercado que interessa apenas a poucos, realizando negócios que afetam apenas uma minoria sem vinculação com poupança, desenvolvimento e crescimento econômico.

Os preconceitos das empresas contra abertura de capitais	Muitas empresas não desejam se submeter a esse exame pelo mercado devido a um estilo de administração familiar bastante característico da mentalidade do empresariado nacional.
--	---

Fonte: adaptado de Nóbrega (2000)

Quadro 11: Características que inibem o desenvolvimento do Mercado Brasileiro

Correlacionando o posicionamento dos autores citados, como Anderson (1999), Lopes (2001), Nóbrega (2000), bem como os de outros presentes na literatura nacional (principalmente na literatura de finanças aplicadas), observa-se que existe um consenso sobre o conjunto de características que refletem adequadamente o mercado acionário brasileiro. De forma geral, as características compreendem itens relacionados principalmente ao ambiente econômico, o sistema legal e estrutura do mercado acionário.

Sintetizando o posicionamento desta literatura, pode-se listar e descrever, o seguinte conjunto de características que conseguem refletir o nível de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro:

- **Volatilidade do Mercado:** os constantes períodos de volatilidade da atividade econômica acompanhados de altos níveis de inflação, proporciona a degradação da atividade produtiva, provocando um incremento no nível de incerteza que é refletido pelos preços dos ativos negociados no mercado acionário. Conseqüentemente, o nível de assimetria informacional aumenta conforme a incerteza, e à medida que aumenta a incerteza, menos relevantes se tornam as informações (cotações e contabilidade) presentes.
- **Presença Marcante do Estado:** na atividade econômica no Brasil, o Estado participa de forma multifuncional, como gestor, financiador e regulador. O Estado ainda se encontra como principal controlador em

alguns setores importantes da economia, e de forma expressiva nos setores: elétrico, petrolífero e bancário. Através de seus bancos de desenvolvimentos, principalmente pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), o Estado continua sendo o principal financiador dos investimentos de longo prazo no Brasil. Muitas dos setores da economia, como o elétrico ou o financeiro, possuem as suas atividades reguladas pelo governo, por agências regulatórias, no caso do setor elétrico pela ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica) e no setor financeiro pelo BACEN (Banco Central do Brasil).

- **Excessiva Regulamentação da Contabilidade:** a regulamentação no mercado brasileiro se faz presente em duas frentes: a regulamentação da profissão contábil e da atividade de *disclosure* das demonstrações contábeis. A profissão contábil é regulamentada através de órgão de classes (exemplo: CFC – Conselho Federal de Contabilidade) e a atividade de *disclosure* por legislação específica ou por órgãos competentes (exemplo: Lei Nº 6.404/76 e CVM – Comissão de Valores Mobiliários).
- **Mercado Acionário Concentrado:** a concentração existente no mercado acionário brasileiro pode ser abordada de duas formas: a negociação (liquidez) e o controle acionário. A negociação no mercado brasileiro é concentrada num reduzido número de ações. Um dos pontos que favorecem a falta de liquidez no mercado é a concentração do controle acionário das empresas que proporciona um número reduzido de ações em poder público.

- **Fraca Proteção ao Acionista:** a legislação societária vigente não assume o papel de guardião dos investidores externos e minoritários. A legislação adota um sistema de tipos de ações, com direitos e obrigações diferentes. Além disso, a legislação não consegue suprir com os direitos fundamentais dos minoritários, por exemplo: não há o direito de recesso dos minoritários nos casos de cisão, fusão e incorporação, e a necessidade de oferta pública no caso de alienação do controle.

Confrontando as características creditadas ao mercado acionário brasileiro com aquelas observadas pela literatura sobre o tema, conclui-se que este mercado não possui um ambiente favorável para que a contabilidade possa exercer o seu papel como fonte de informação. Esta consideração pode ser confirmada por alguns aspectos que não estão presentes somente no mercado acionário ou, de forma mais ampla, no mercado de capitais, mas na estrutura de todo o sistema financeiro brasileiro:

- **Sistema Legal:** conforme classificação existente na literatura, o Brasil possui um modelo legal do tipo *Code-Law*, de origem francesa e herdado de seus colonizadores Portugueses. Conforme um conjunto de pesquisas realizadas, tais como Ball *et al.*(2000) e La Porta *et al.*(1998), constatou-se que os países que adotam o sistema *Code-Law* não apresentam condições favoráveis para que a contabilidade exerça o seu papel como meio de informação.
- **A Função da Contabilidade:** o estado ainda possui forte influência sobre a atividade contábil no Brasil, e uma de suas mais fortes

inferências ocorre através da legislação fiscal. A demanda por parte da contabilidade em atender às exigências do fisco incentiva e favorece a atividade de controle para a elaboração de informações direcionadas para um determinado usuário, incentivando a deterioração da atividade de geração de informações úteis para outros usuários.

- **Desenvolvimento do Mercado:** o mercado de capitais brasileiro é considerado como emergente, e portanto menos desenvolvido. O baixo desenvolvimento do mercado é caracterizado, entre outros aspectos, por um menor fluxo de informações e um baixo nível de proteção dos minoritários em relação aos apresentados pelos mercados desenvolvidos.
- **Fontes de Financiamento:** a principal fonte de financiamento das empresas no Brasil são as Dívidas (Empréstimos e Financiamento) contraídas junto a bancos ou agências de desenvolvimento. Em mercados onde há a predominância da dívida como fonte de financiamento as informações contábeis perdem relevância, pois os credores não se limitam a utilizar somente as demonstrações divulgadas porque possuem a condição de exigir informações mais detalhadas.
- **Tamanho do Mercado Acionário:** a predominância das Dívidas como fonte de financiamento não incentiva o crescimento das fontes disponíveis nos mercados acionário. A escassez de recursos alocados no mercado acionário reduz a demanda de informações. À

medida que não existem recursos abundantes no mercado acionário, não haverá a pressão sobre as empresas por um amplo fornecimento de informações sobre suas atividades.

Para atingir os seus objetivos, esta pesquisa necessita analisar um conjunto de características que devem representar adequadamente a realidade do mercado de capitais brasileiro. Tendo como referência as características apresentadas, realizou-se uma seleção de algumas características que apresentassem algum grau de interferência sobre o papel da contabilidade como fonte de informação para o mercado. De acordo com a estrutura apresentada do mercado acionário brasileiro, foram eleitas algumas características que pudessem representar, de alguma forma ou magnitude, a influência desta estrutura sobre a relação entre preços e resultados contábeis. As características eleitas são:

- **Tipos de Ações:** no ambiente societário contido no mercado acionário brasileiro, existe a distinção básica das ações em duas classes: as ordinárias, que auferem a seu proprietário o poder de voto, e as preferenciais, que auferem a seu proprietário a preferência na distribuição dos dividendos.
- **Regulamentação Específica:** entre os diversos setores que compõem o mercado acionário brasileiro, os setores de Energia Elétrica e Financeiro sofrem a incidência de uma regulamentação específica sobre a elaboração de suas demonstrações financeiras.
- **Tipos de Controlador:** no meio empresarial brasileiro existe a predominância de determinadas estruturas societárias. Devido a diversos fatores, de ordem histórica, cultural, política e econômica, a

maioria das grandes empresas brasileiras apresenta como principal acionista o governo (controle estatal) ou grupos familiares, grupos empresariais nacionais e estrangeiros e fundos de pensão (controle privado).

- **Concentração da Liquidez:** entre as ações negociadas no mercado brasileiro, existe um número reduzido de ativos que concentram a quantidade de negociações. Aquelas ações que possuem maior negociação, são consideradas como as mais liquidas, e as com menor negociação, consideradas as menos liquidas.

Todas as características eleitas para integrarem esta pesquisa estão de alguma forma, engajadas com o sistema legal vigente no Brasil ou relacionadas com as características básicas do mercado acionário brasileiro. A observação da influência destas características sob o relação entre os lucros contábeis e os preços das ações poderá proporcionar o aumento do conhecimento sobre o papel da contabilidade como fonte de informação dos investidores no mercado acionário brasileiro.

4.1. TIPOS DE AÇÕES

Dentro de uma abordagem geral, uma ação pode ser definida conforme a descrição de Fortuna (1999, p. 371):

As ações são títulos representativos do capital social de uma companhia que, no caso, é dita aberta por ter seus títulos negociados em bolsa de valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao público. Têm de se sujeitar a todas as regras de disclosure.

Entretanto, de acordo com a ambiente econômico e jurídico vigente em determinado mercado, existe a demanda por uma classificação de ações que possuem direitos e obrigações diferentes.

Dentro da realidade brasileira, observada a legislação, as ações são classificadas basicamente em dois tipos¹⁶: ordinárias e preferenciais. As diferenças entre as ações se encontram nos direitos e nas vantagens conferidas ao portador de cada um dos ativos. Resumidamente, segue a descrição adaptada de Assaf Neto (2001, p.87) sobre cada tipo de ação:

- **Ordinárias:** possuem como principal característica o direito de voto, ou seja, possuem a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Os detentores deste tipo de ação deliberam sobre a atividade da companhia, aprovam as demonstrações contábeis, decidem sobre a destinação dos resultados, e são responsáveis pela eleição da Diretoria e pelas alterações nos estatutos.
- **Preferenciais:** possuem a prioridade no recebimento de dividendos (antes dos acionistas ordinários) e a vantagem da fixação de um dividendo mínimo ou fixo. Ainda possuem a preferência no reembolso do capital em caso da dissolução da sociedade.

A classificação de ações, entre ordinárias e preferenciais, não existe somente no mercado brasileiro. Este sistema é adotado em muitos mercados, inclusive nos desenvolvidos (Estados Unidos, por exemplo). Para o propósito desta pesquisa, a importância não reside na classificação, mas no conjunto de direitos e de obrigações

¹⁶ Ainda, pela Legislação Brasileira, existe as ações de fruição (gozo, ou partes beneficiárias). São tipos de ações de interesse apenas para os fundadores da empresa.

imposto a cada tipo de ação, conferindo a cada uma delas uma demanda específica por parte do investidor.

De acordo com as características e as atribuições de cada ação, pode-se deduzir que os interesses de cada investidor podem ser diferentes conforme o tipo de ação adquirida. Segundo Srour (2001, p.4), desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que, por não terem iguais direitos nem idênticas obrigações, passaram a ter também interesses divergentes.

Conforme os comentários de Assaf Neto (2001), pode-se relacionar para cada tipo de ação um determinado interesse:

Ação	Interesse	Consideração
Ordinária	Controle	O poder de decisão concentra-se no investidor que detenha a maior quantidade de ações ordinárias.
Preferencial	Remuneração	O lucro é mais importante que o controle da companhia, priorizando a distribuição dos resultados.

Fonte: Assaf Neto (2001, p.208)

Quadro 12: Interesses relacionados com cada tipo de Ação

Assim, por apresentar características diferentes, cada ação representa um determinado interesse para o investidor. Desta maneira, as ações preferenciais são procuradas pelos investidores que priorizam a remuneração (dividendos) e, em contrapartida, ações ordinárias são demandadas por investidores que priorizam o controle.

Outro fator que intensifica a diferença e a atenção dos investidores entre os tipos de ações é o modelo de governança corporativa vigente em determinado mercado. Países que adotam o *Civil-Law*¹⁷, como o Brasil, possuem sistemas mais fracos de proteção para os acionistas minoritários, que favorecem a distorção entre os tipos de ações.

In an alternative agency view, dividends are a substitute for legal protection. This view relies crucially on the need for firms to come to the external capital markets for funds, at least occasionally. To be able to raise external funds on attractive terms, a firm must establish a reputation for moderation in expropriating shareholder. One way to establish such a reputation is by paying dividends, which reduces what is left for expropriation. For this mechanism to work, the firm must never want to "cash in" its reputation by stopping dividends and expropriating shareholders entirely. The firm would never want to cash in if, for example, there is enough uncertainty about its future cash flows that the option of going back to the capital market is always valuable (Bulow and Rogoff(1989)).

A reputation for good treatment of shareholders is worth in countries with weak legal protection of minority shareholders, who have little else to rely on. As a consequence, the need for dividends to establish a reputation is the greatest in such countries. In countries with stronger shareholders protection, in contrast, the need for a reputational mechanism is weaker, and hence so is the need to pay dividends. (La Porta *et al.*, 2000, p.7)

Além da diferença imposta pela legislação societária e do incentivo proporcionado pelo sistema legal adotado, existem no mercado brasileiro outros fatores que favorecem a distorção de interesses entre as ações, e conseqüentemente a sua capacidade informacional.

Considerando as diferenças existentes entre os tipos de ações e o modelo de governança corporativa existente no mercado acionário brasileiro, levanta-se a questão de qual seria a relevância das informações divulgadas pela contabilidade sobre as expectativas dos investidores em cada tipo de ação. Entretanto, para realizar qualquer inferência sobre esta questão, algumas características do mercado acionário brasileiro, em conjunto com as apresentadas, devem ser analisadas:

¹⁷ Em uma série de artigos, La Porta *et al.* estuda o efeito de dois modelos de sistema legais (*Common-Law* e *Civil-Law*) sobre o mercado de capitais. Com base nestes estudos os autores

- **Interesse opostos:** cada tipo de ação representa um interesse para o seu investidor, enquanto a ordinária representa o interesse pelo controle (voto), a preferencial representa o interesse pela remuneração (dividendos).
- **Fixação Funcional:** a alta volatilidade do mercado acionário brasileiro provoca um aumento do nível de incerteza em relação aos eventos futuros, incentivando a procura por investimentos que proporcionam ganhos no curto prazo. Entre estes investimentos pode ser enquadrada a ação preferencial que possui a obrigação de pagamento de dividendos mínimos.
- **Concentração do Mercado:** Procianoy e Caselini (1997) afirmam que, por ser pequeno, o mercado brasileiro apresenta-se bastante concentrado, o que leva à perda de interesse dos investidores pelas ações ordinárias. Dado que o controle é bastante identificado, há dificuldades para as livres negociações de mercado e para os movimentos dos preços. Essa concentração, no controle acionário das empresas, faz com que não haja um número expressivo de ações ordinárias em negociação, direcionando a procura e a negociação para as ações preferenciais.
- **Participação do Controlador na Gestão:** a concentração do controle proporciona ao investidor a vantagem de participar da gestão da empresa. Segundo Loss (2003) boa parte das empresas brasileiras são familiares não sendo incomum acionistas controladores tomarem parte da administração da companhia. Por ter o controle e a gestão, o controlador tem acesso privilegiado a informações sobre as atividades da empresa. Assim, o controlador obtém informações detalhadas da empresa sem

precisar recorrer à contabilidade. Com a concentração do controle acionário, a contabilidade não exerce, para o acionista controlador, o seu papel de redutora da assimetria informacional.

Sob as considerações dos pontos analisados, as informações divulgadas pela contabilidade devem exercer influências diferentes sob as expectativas dos investidores, dependendo do tipo de ação que ele possui. Neste sentido, os resultados contábeis divulgados devem representar uma fonte de informação relevante para os investidores em ações preferenciais, pois o lucro contábil servirá para confirmar as suas expectativas e reduzir a assimetria informacional sobre os dividendos futuros. Como para os investidores em ações ordinárias a prioridade é o controle, a informação contábil divulgada não representa uma ferramenta para a redução da assimetria informacional.

4.2. REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA

A regulamentação é considerada como uma das principais características da contabilidade brasileira. A forte presença da regulamentação no meio contábil do Brasil não aconteceu por acaso. Qualquer estudo sobre regulamentação deve começar pela análise do ambiente econômico, social e político no qual se desenvolveu a contabilidade no Brasil.

O crescimento da economia brasileira nos últimos 50 anos, foi resultante basicamente de uma política industrial patrocinada pelo governo federal.

A meta de industrialização do país, para efetivar-se, exige vultosos investimentos em infra-estrutura e na produção de insumos básicos. Como o empresariado nacional não tem recursos nem interesse para assumir tais empreendimentos econômicos, ao Estado, além do direcionamento dos investimentos privados, através de estímulos à produção, e da proteção dos

salários, vão caber também duas outras funções importantes, quais sejam: a) prover a infra-estrutura (energia, transporte, comunicações...) e a produção de matérias-primas básicas (ferro e aço e, mais tarde, também petróleo, petroquímica...), indispensáveis ao avanço do processo de acumulação do capital; b) intermediar, conciliar e arbitrar os interesses de classe quer dizer, os conflitos entre o capital e o trabalho (empresários e operários). Em decorrência, inaugura-se, a partir de então, um período marcado por forte tendência de estatização da economia brasileira (...)

Este modelo de desenvolvimento, baseado num Estado forte e na política de industrialização por substituição de importações (produzir no país o que até então se importava), foi financiado basicamente pelo Estado, na primeira fase, e, num segundo momento, também pelo capital externo (de empréstimo ou de risco). O modelo funcionou durante cerca de meio século, esgotando, no entanto, suas possibilidades de sustentar a expansão econômica do país. No final da década de 70. A crise dos anos 80 foi consequência do esgotamento deste modelo. (Brum, 1991, p. 84-85)

A presença estatal não ocorreu somente na forma de agente financiador, mas também na forma de gestor. Em sua grande maioria, os principais setores da economia foram liderados por empresas estatais. Como exemplo, temos: TELEBRÁS S/A e EMBRATEL S/A no setor de telecomunicações, ELETROBRÁS S/A no setor elétrico e CSN S/A no setor siderúrgico.

Avaliando esse cenário, conclui-se que um dos principais usuários das demonstrações contábeis seria o governo, na forma de financiador, gestor ou fisco. De forma a atender ao seu principal usuário, o governo, a regulamentação foi constituída com a finalidade de auxiliar a atividade de fiscalização.

Em virtude de os serviços públicos serem sempre de interesse nacional, o governo acompanha o desempenho de empresas concessionárias de serviços públicos para saber como andam sua rentabilidade e suas políticas de desenvolvimento. Igualmente, controla empresas públicas e autarquias e estabelece níveis de investimentos e índices de desempenho. Além disso, através da análise de balanços, acompanha os setores da economia, como o financeiro, de seguros, etc.

O governo recebe balanços de todas as instituições de determinado ramo de atividade e pode, pela análise conjunta de todos eles ou pela análise individual comparativa, saber qual o setor está evoluindo, quais problemas existem etc. (Matarazzo, 1998: 39)

No começo dos anos 90, houve o início do processo de privatização. Esse processo marcou o início da saída do governo da economia na forma de gestor. Porém, no campo da regulamentação não houve nenhum movimento para

acompanhar as mudanças na estrutura econômica e nenhuma mudança significativa foi realizada.

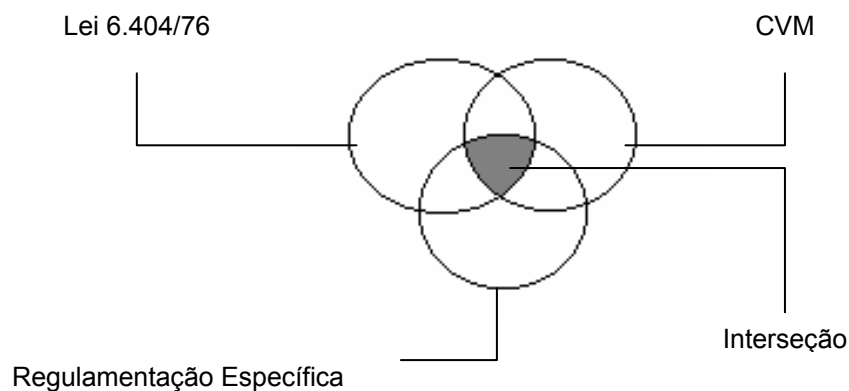
A regulamentação presente na contabilidade brasileira pode ser dividida em dois segmentos: a regulamentação da classe contábil e a regulamentação sobre as apresentações das demonstrações contábeis das empresas. A regulamentação sobre as atividades dos profissionais contábeis é exercida pelas organizações de classe, como por exemplo: o Conselho Federal de Contabilidade. E a regulamentação sobre as apresentações das demonstrações contábeis é realizada por meio de legislação específica e por órgãos, públicos ou privados, designados para esta função.

Na contabilidade brasileira, a regulamentação sobre a apresentação das demonstrações contábeis é composta basicamente pelas seguintes normas:

- a. **Lei 6.404/76**, de 15 de dezembro de 1976: compreende os procedimentos fundamentais para a elaboração das demonstrações financeiras das Sociedades por Ações.
- b. **Normas da CVM**, Comissão de Valores Mobiliários: compreende os procedimentos complementares sobre a elaboração das demonstrações financeiras das Sociedades por Ações de Capital Aberto.
- c. **Normas de órgãos específicos**: compreendem os procedimentos complementares sobre a elaboração das demonstrações financeiras das Sociedades por Ações que pertencem a algum setor econômico com características específicas.

Sendo assim, alguns grupos de empresas acabam por conviver com um elevado grau de incidência de regulamentação, como demonstrado na Figura 5.

Devido às suas características, alguns setores sofrem a incidência de todas as normas mencionadas. Neste caso, encontram-se, o setor financeiro que compreende o conjunto de instituições financeiras como bancos, seguradoras e previdência privada, e o setor elétrico, que compreende as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica.



Fonte: adaptado de Sarlo Neto (2002)

Figura nº5: Incidência de Normas Contábeis sobre o Setor Financeiro e Elétrico

Por ser um elemento importante para a política monetária do país, a contabilidade do setor financeiro é fiscalizada e regulamentada pelo Banco Central do Brasil (BACEN). A regulamentação do setor é composta basicamente pelo COSIF – Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – que compreende as normas gerais, os procedimentos e critérios de escrituração contábil para a elaboração das demonstrações contábeis das empresas.

O Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif) foi criado com a edição da Circular 1.273, em 29 de dezembro de 1987, com o objetivo de unificar os diversos planos contábeis existentes à época e uniformizar os procedimentos de registro e elaboração de demonstrações financeiras, o que veio a facilitar o acompanhamento, análise, avaliação do desempenho e controle das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional. (BACEN, 2001)

De forma similar, a contabilidade do setor elétrico é fiscalizada e regulamentada pela ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica - que é o órgão

regulador do setor. Basicamente, as empresas do setor devem seguir as normas do Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica, que contempla as instruções gerais, contábeis, de divulgação de dados e informações contábeis, financeiras, administrativas e de responsabilidade social.

Com o advento da Lei nº 6.404, de 15 dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), por determinação do Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica – DNAEE, houve a primeira reformulação do conjunto de normas contidas no documento acima mencionado resultando em significativas alterações dos procedimentos contábeis adotados pelas empresas do setor de energia elétrica. Esses Trabalhos foram desenvolvidos por profissionais do setor elétrico, resultando em um novo Plano de Contas do Serviço Público de Energia Elétrica, instituído pelo Decreto nº 82.962, de 29 de dezembro de 1978, para vigência a partir de 1º de janeiro de 1979.

Em 26 de dezembro de 1996, com a promulgação da Lei nº 9.247, foi instituída a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, tendo como uma de suas atribuições, o prazo de 24 meses, a contar da sua organização, para promover a simplificação do Plano de Contas com segmentação das contas por tipo de atividade (produção, transmissão e distribuição), permitindo a apuração do resultado contábil de cada segmento e por unidade de negócio e proporcionando mais transparência para o controle e o acompanhamento do serviço da concessão.

O Plano de Contas, resultante do processo de simplificação acima referido, foi estabelecido pela Resolução nº 001, de 24 de dezembro de 1997, da ANEEL, para entrada em vigor a partir de 1º de janeiro de 1998. (ANEEL, 2001, p.10)

Como alguns setores sofrem a incidência de regulamentação específica devido as suas características, observa-se que no ambiente da contabilidade brasileira existem setores com atividades econômicas que possuem maior grau de regulamentação do que outros. Neste caso estão inseridos os setores Elétrico e Bancário, que além de seguirem as normas da Lei 6.404, as empresas destes setores devem seguir a normas da CVM – Comissão de Valores Mobiliários - e as normas das regulamentações específicas do setor.

Assim, a regulamentação no Brasil possui uma estrutura favorável à fiscalização, e ao principal agente dessa atividade, o Governo. Esta visão é compartilhada por Choi e Mueller (1992) da seguinte forma:

If financial accounting rules are set by government bodies, the tendency is to set rules that satisfy government needs, such as computing income taxes or

demonstrating compliance with national government policies and macroeconomic plans.

À medida em que a contabilidade favorece um determinado usuário, fará com que as informações emitidas pela mesma passem a ser consideradas com menos relevância por parte de outros usuários. Desta forma, pode-se colocar que o excesso de regulamentação influencia a relação entre o resultado contábil e o preço das ações.

Dentro desta perspectiva, torna-se razoável levantar a questão de qual seria a relevância das informações divulgadas pela contabilidade sobre as expectativas dos investidores em setores que tenham regulamentação específica. Para realizar qualquer inferência sobre esta questão, os seguintes pontos devem ser analisados:

- **Necessidade de Regulamentação:** algumas atividades econômicas que, por serem objetos de concessão ou por exercerem atividades essenciais para o equilíbrio do sistema econômico do país, são alvo de regulamentação por parte do estado. A regulamentação aplicada nestas atividades possui a finalidade de controlar o nível de competição entre os participantes e a manutenção do equilíbrio dos preços aplicados aos consumidores. No Brasil, várias atividades são regulamentadas, tais como: telecomunicações, energia elétrica e bancos. A regulamentação é aplicada por diversos órgãos, no caso de telecomunicações e energia por agências regulatórias (ANP e ANEEL), e no caso da atividade bancária pelo Banco Central (BACEN).
- **Função da Regulamentação Contábil:** entre as atividades atendidas pela regulamentação contábil, a principal é o controle. A regulamentação contábil procura padronizar as formas de apresentação e os critérios de

avaliação das informações contábeis, facilitando a tarefa de comparação de itens comuns de empresas que compõem os mesmos setores de atividade. A padronização imposta pela regulamentação favorece a análise e avaliação, por parte dos órgãos reguladores, e de políticas e práticas direcionadas aos setores regulados.

- **Favorecimento de um determinado usuário:** À medida em que a contabilidade favorece um determinado usuário, fará com que as informações emitidas pela mesma passem a ser consideradas com menos relevância por parte dos outros usuários. Dentro desta perspectiva, torna-se razoável afirmar que para os investidores de setores que tenham regulamentação específica, as informações contábeis não representam uma ferramenta relevante para a construção de suas expectativas em relação ao futuro da empresa. Dentro da teoria contábil, este problema está relacionado à indefinição de qual seria o objetivo da contabilidade: fornecer um conjunto básico de informações de interesse comum ou fornecer informação diferenciada a cada tipo de usuário. Em países que possuem mercado mais aberto e desenvolvido, como o americano, a informação é diferenciada visando atender ao investidor, especialmente em função do controle acionário descentralizado. No Brasil, dada a alta concentração acionária e a cultura de um governo intervencionista, a informação também é diferenciada mas visa atender a outro usuário: o governo.

Considerando os pontos analisados, sob a realidade do mercado acionário brasileiro e a influência da regulamentação, as informações divulgadas pela contabilidade devem exercer influências diferentes sobre as expectativas dos

investidores, dependendo do nível de regulamentação exigida para a empresa. Assim, os resultados contábeis divulgados por empresas que atuam nos setores que possuem a contabilidade regida por regulamentação específicas, como os setores elétrico e financeiro, não devem representar uma fonte de informação relevante para os investidores. Em contrapartida, as informações divulgadas pelas empresas de outros setores, onde a contabilidade não sofre a incidência de nenhuma regulamentação específica, devem representar uma fonte para a redução da assimetria informacional entre os investidores.

4.3. TIPOS DE CONTROLADOR

Como comentado no item anterior, o Estado comandou e participou intensamente do desenvolvimento econômico brasileiro. Este posicionamento do Estado é fundamentado por Baer (1996, p. 254):

A ampla presença do Estado na Economia brasileira foi encarada como necessária para se atingir um rápido desenvolvimento econômico por meio da industrialização com vistas à substituição de importações (ISI) dos anos 30 até os 60. Durante este período, o setor de empresas estatais, predominando nos serviços públicos, indústria pesada, exportação de recursos naturais e no setor financeiro, complementou os setores privados nacionais e multinacionais.

Entretanto, diversos eventos ocorridos nas décadas de 70 e 80, como a crise da dívida externa, promoveram no início dos anos 90 um movimento de redução da participação do estado e a transferência de comando da atividade econômica para o setor privado.

Desde o pós-guerra, o setor público desempenhava papel central na geração e alocação de recursos na economia brasileira. Apenas a partir do início da década de 90, com a entrada de capital externo, as privatizações e a estabilização, foi possível o Estado reduzir sua importância, destacando-se, nos últimos anos, o aumento da participação do investidor estrangeiro e sua importância no financiamento do desenvolvimento econômico e na manutenção do Plano Real. (Andrezo e Lima, 1999, P. 323)

Com a redução da participação do Estado, houve a oportunidade para o crescimento das posições de dois grupos de investidores: os institucionais e os privados. Entre os primeiros, encontram-se os fundos de pensão e entidades de Previdência Complementar. O grupo privado é composto pelos investidores estrangeiros e pelos grandes grupos nacionais, inclusive os familiares.

Entre os grupos listados, deve-se destacar a situação dos investidores institucionais, principalmente dos fundos de pensão no Brasil. Apesar de atingirem uma participação significativa na economia, 11,8% do PIB brasileiro em 1997, Cavalcanti Filho (1998, p.293) comentou sobre estes investidores:

(...) os investidores institucionais brasileiros ainda não atingiram a maioria, nem a riqueza de recursos que identifica seus pares nos mercados internacionais. Ainda não podemos dar-nos ao luxo de afirmar serem eles os organismos propulsores da economia capitalista. Estes estágios desejados não foram atingidos porque:

- (i) a sociedade brasileira, reconhecidamente sub-capitalizada, mantém estreitos e contidos os mercados de dinheiro,
- (ii) são grandes as dificuldades na captação de recursos voluntários do público, em face de concorrentes potenciais (outras formas de poupança),
- (iii) o poder ligiferante dos governos, capazes de baixar atos que interferem diretamente na vida financeira da sociedade.

Apesar das transferências de participações de controle ocorridas, principalmente na década de 90, por intermédio do processo de privatização, a estrutura patrimonial das empresas brasileiras ainda não se encontra plenamente definida. Contrariamente aos mercados desenvolvidos, como o dos Estados Unidos, onde a maioria do patrimônio das empresas negociadas em Bolsa pertencerem a instituições de seguridade social, a estrutura de controle no mercado brasileiro ainda apresenta uma composição dividida entre os investidores institucionais (fundos de pensão), investidores privados (principalmente grupos familiares tradicionais), e o estado que ainda participa de forma significativa em alguns dos principais setores da economia, como o petro-químico e o de geração de energia.

Mesmo permanecendo indefinido, este processo de transferência vem provocando algumas mudanças relevantes no ambiente de comando das empresas brasileiras. Oportunamente, Cavalcanti Filho (2001, p. 327) observa:

A administração (Conselho e Diretoria) das empresas ainda é o reduto de familiares ou pessoas de confiança ligadas ao controlador. Felizmente, exceções à regra estão se tornando mais comuns, com o convite de pessoas externas para contribuírem na gestão.

A contribuição das fundações de seguridade, principal investidor institucional brasileiro, tem sido relevante no processo de profissionalização da administração das empresas. Com participações relevantes no capital social de muitas empresas abertas, tem eleito conselheiros para o Conselho de Administração ou instalado o conselho fiscal, quando os estatutos permitem. A participação/fiscalização dos representantes das fundação de seguridade é um marco na discussão sobre a função dos conselhos nas empresas.

Apesar de algumas mudanças registradas recentemente no controle das empresas negociadas na bolsa, principalmente com o aumento da participação do investidor institucional, ainda existe a manutenção da concentração de capital votante.

O Brasil segue a tradição do direito francês, que oferece a menor proteção legal aos investidores, tanto em relação às leis existentes quanto ao seu cumprimento. Assim, como era esperar, observa-se aqui uma alta concentração de capital nas empresas, principalmente no que se refere ao capital votante. (Valadares *apud* Bonomo, 2002, p.277)

De forma ampla, sobre o controle acionário, há uma mudança do tipo de controlador com a redução da participação do estado acompanhado pelo aumento da participação dos investidores institucionais. Porém, não está ocorrendo uma mudança em relação à concentração do capital votante que continua alta e nas mãos de poucos acionistas.

Considerando o perfil dos controladores e o nível de concentração do capital votante, pode-se, no momento atual, segregar o controle das empresas brasileiras em dois grupos distintos:

- **Controle estatal:** compreende o controle exercido pelos governos federal, estadual ou municipal.
- **Controle privado:** congrega o controle realizado por grupos familiares, grupos empresariais nacionais ou estrangeiros, e investidores institucionais (Instituições de previdência privada).

A divisão de controle das empresas brasileiras exerce importante influência sobre o papel da contabilidade como fonte de informação para o mercado acionário. Conforme o tipo de controle exercido, a contabilidade será utilizada de forma diferente.

No caso das empresas com controle privado, a contabilidade deverá exercer importante função como fonte de informação para os investidores. Por terem o privilégio de receber e conhecer antecipadamente os dados sobre as atividades da empresa, a contabilidade não serve como relevante fonte de informação para os controladores. Porém, esta afirmação não é adequada para os demais usuários das demonstrações contábeis da empresa. Para os acionistas minoritários ou para outros fornecedores de capital as informações contábeis divulgadas assumem o papel de redutora da assimetria informacional.

Analisando o caso das empresas estatais, a função da contabilidade parece ser muito mais restrito. Conforme Anderson (p. 54, 1999) a influência do estado no Brasil ocorre da seguinte forma:

Brazil's interventionist state exacerbates the contracting hazards discussed above. First, via regulation and control of enterprise, the Brazilian government plays a substantial role in several sectors of the economy (e.g. petroleum, mining, telecommunications, power generation, banking, and transportation).

Além de possuir, como controlador, o privilégio de receber e conhecer antecipadamente os dados das empresas, não existe a necessidade de suprir adequadamente os demais usuários da informação contábil. Existem alguns aspectos que ajudam a justificar esta atitude por parte das administrações das empresas estatais:

- **A Função e a Atividade da Empresa Estatal:** pela sua natureza, as estatais brasileiras possuem um papel social, e complementar à atividade privada. Assim, não existe uma pressão estruturada para que essas empresas trabalhem de forma a maximizar o resultado de suas atividades. Além disso, as estatais estão submetidas às políticas macroeconômicas dos governos, tornando as suas atividades passivas a políticas de controle de preços e a restrições de investimentos;
- **Estrutura de financiamento da empresa estatal:** se o governo entra como principal e, em muitos casos, como o único financiador de recursos, a captação de recursos das estatais acaba sendo limitada pela capacidade de investimento do estado. Assim, não existe a necessidade de reduzir a assimetria informacional para com os outros usuários, principalmente os fornecedores de capital.
- **Administração Despreparada:** a administração da empresa estatal não é preparada e estruturada para fornecer adequadamente a informação. Segundo Cysne (p. 6, 1997) há vários argumentos para explicar o porquê das empresas públicas tenderem a ser mais ineficientes do que as privadas. A inexistência do risco de falência

impediria uma tomada da administração por uma equipe mais competente (*takeover*). A maior estabilidade no emprego reduziria os esforços não diretamente monitoráveis dos funcionários. Em adição, a falta de flexibilidade administrativa levaria a uma menor velocidade nas operações de compra e venda, implicando em maiores estoques, portanto maiores custos, além de menor aproveitamento das oportunidades de mercado.

Considerando as diferenças entre os tipos de controle acionário e o modelo de governança corporativa existente no mercado acionário brasileiro, levanta-se a questão de qual seria a relevância das informações divulgadas pela contabilidade sobre as expectativas dos investidores de empresas que possuem determinado tipo de controle. Para responder a esta questão, alguns pontos devem ser observados:

- **Propósitos Diferentes:** enquanto o controle privado, exercido por grupos familiares, grupos privados ou fundos de pensão procuram continuamente melhorar a rentabilidade das empresa, com o objetivo de maximizar a sua riqueza, o controle estatal, exercido pelos governos federal, estadual ou municipal, orientam os seus investimentos para o atendimento de alguma necessidade, sendo ela de natureza econômica ou social. Para maximizar a rentabilidade de seus investimentos, haverá a necessidade, por parte de seus controladores, de um sistema de informação contábil direcionado a satisfazer as demandas de todas as suas fontes de recursos. Como a rentabilidade das empresas com controle estatal é um objetivo secundário, a informação contábil tenderá a servir como instrumento de controle.

- **Fontes de Financiamento:** para manter e maximizar o retorno de seus investimentos o controle privado necessita, continuamente e intensamente, de novas fontes externas de recursos (capital de terceiros). Em contrapartida as empresas sob o controle estatal possuem uma política de investimentos e de controle de preços limitada pelo estado, pois os seus investimentos e preços se enquadram dentro do planejamento econômico do governo. Sob esta lógica, quanto maior a demanda por recursos externos, maior será a exigência em relação às informações contábeis disponibilizadas às fontes dos recursos externos.
- **Distribuição de Dividendos:** a forma como os acionistas são remunerados é um dos temas mais estudados e discutidos pela literatura internacional e nacional. Porém, o número de evidências¹⁸ sobre a política de dividendos em empresas estatais no Brasil ainda é reduzido. A partir de 1997¹⁹, as empresas estatais brasileiras passaram a ter a obrigação da distribuição mínima de dividendos. Entretanto, devido às suas restrições em relação a seus investimentos e endividamentos, não existe o incentivo para as empresas estatais adotarem uma política de dividendos que pudesse maximizar a remuneração dos acionistas. Assim, as informações contábeis não tendem a desempenhar o seu papel de redutora da assimetria informacional para os investidores.

¹⁸ Exemplo, ver Garcia e Bugarin (2001)

¹⁹ Conforme Lei nº 9.530, de 10/12/1997 e Decreto nº 2.673, de 16/07/1998.

Em relação às considerações dos pontos discutidos e às diferenças entre os tipos de controles, as informações contábeis divulgadas devem impactar de forma diferente sobre as expectativas dos investidores, dependendo do tipo de controle exercido sobre as empresas. Neste sentido, os resultados contábeis divulgados devem representar uma fonte relevante de informação e exercer o seu papel como redutora da assimetria informacional para os investidores de empresas que possuem o controle privado (famílias, grupos empresariais nacionais ou estrangeiros e investidores institucionais). Em contra-partida, para as empresas estatais, onde o papel da contabilidade desenha-se de forma limitada à atividade de controle, os resultados contábeis tornam-se irrelevantes para os investidores.

4.4. CONCENTRAÇÃO DA LIQUIDEZ

Dentro da amplitude deste trabalho, o conceito de liquidez representa a quantidade de negócios de determinado ativo. Desta maneira, quanto maior o número de negócios relacionados a um ativo, maior será a sua liquidez, e quanto menor, menor será a sua liquidez.

Sobre esta característica, em relação ao mercado brasileiro, Andrezzo (1999, p.326) assinala: “há enorme concentração das operações, no mercado de ações, em um pequeno número de empresas”. De maneira similar, Lopes (2001, p. 166) comentou sobre o mercado brasileiro: “mercado de capitais concentrado em poucas ações em controle público. Considerando a eficiência do mercado, a concentração das negociações num reduzido número de ações pode ser prejudicial para o mercado acionário”.

A concentração de mercado é prejudicial pois, existindo um número elevado de ações de baixa liquidez, ficam potencializados os movimentos anormais de preços (manipulações) e de volumes (condições artificiais de liquidez) bem como os corners e squeezes em mercados derivativos (controle da oferta de

títulos no mercado à vista por parte de grupo de investidores e assunção de posições elevadas à futuro na ponta de compra). Esses fenômenos concorrem para diminuir a competição e, portanto, a eficiência alocativa do mercado de ações. (Cisne, p.13, 1997)

Uma das anomalias proporcionadas pela concentração da liquidez, num número reduzido de ações, é a ocorrência do efeito da empresa negligenciada²⁰. Esta anomalia pode ser considerada como uma extensão de outra anomalia: o efeito “tamanho”. Conforme Costa Jr. (2000) relacionamento entre o retorno e valor de mercado das ações, esse fenômeno foi denominado de efeito tamanho, pois, *ceteris paribus*, quanto menor for o nível de capitalização de uma empresa, maior será a rentabilidade proporcionada por suas ações. Conforme Bodie (p. 261, 2000), o efeito empresa negligenciada pode ser descrito da seguinte forma:

Já que pequenas empresas tendem a ser negligenciadas pelos grandes negociadores institucionais, as informações sobre estas empresas não são tão prontamente disponíveis. Esta deficiência de informação faz com que as empresas menores sejam investimentos mais arriscados que merecem retornos mais altos. Afinal de contas, empresas “de nome” estão sujeitas a um monitoramento considerável de investidores institucionais que garante informação de alta qualidade, e se pressupõe que os investidores não comprariam ações “genéricas” sem a perspectiva de retornos mais altos.

Adicionalmente, o mesmo autor, Bodie (2000), argumenta: ações pequenas e menos analisadas são comumente menos líquidas. O efeito da liquidez pode servir como uma explicação parcial de seus retornos anormais. A questão de empresas negligenciadas pode estar ligada a uma outra deficiência, o problema do mercado inativo. Sobre esta deficiência Weston (2000, p.758) argumenta:

Se uma empresa é muito pequena e suas ações não são transacionadas com muita frequência, então suas ações não serão realmente líquidas e o preço de mercado poderá não ser representativo do verdadeiro valor da ação. Os analistas de títulos e corretores de ações simplesmente não acompanham a ação porque não haverá atividade considerável de transações para gerar comissões de vendas suficientes para cobrir seus custos de acompanhamento.

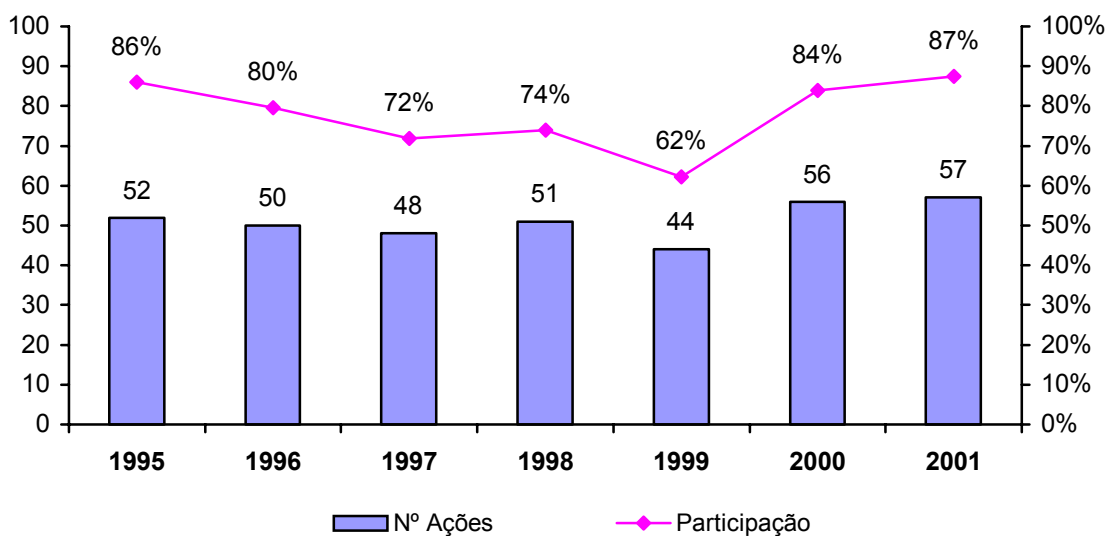
²⁰ O efeito da empresa negligenciada foi estudada, no mercado americano, por Arbel (1985). O autor mensurou, através das previsões de lucro dos analistas, a deficiência de informações sobre empresas. No teste utilizado, as empresas foram divididas nos seguintes grupos: altamente pesquisadas, moderadamente pesquisadas e negligenciadas. O autor verificou que houve menor intensidade do efeito janeiro sobre as empresas negligenciadas.

Pelos argumentos apresentados constata-se que as empresas negligenciadas, por serem menos acompanhadas pelos agentes do mercado, são conseqüentemente, as menos negociadas, e assim, consideradas as menos liquidas.

Estudando a realidade do mercado brasileiro, o efeito das empresas negligenciadas pode ser relacionado à participação das mesmas na composição do índice BOVESPA. Devidamente explicado por Filho (1998, p. 326):

O índice BOVESPA é o valor atual em moeda do país de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética. Ele pressupõe que não se faz qualquer investimento adicional, considerando-se somente a reinvenção dos dividendos recebidos e do total apurado com a venda de direitos de subscrição. Ações recebidas em bonificação, a custo zero, mantêm-se na carteira. Esta composição procura aproximar-se da configuração real das negociações a vista, em lote-padrão, na Bolsa de Valores de São Paulo. As Ações do Índice alcançaram 80% de participação acumulada em termos de número de negócios e volume financeiro nos 12 meses anteriores, e tiveram presença em pelo menos 80% das sessões de pregão. Nenhuma ação pode pertencer ao Índice se sua negociação foi inferior a 0,1% do volume total de negócios. O Índice BOVESPA é reavaliado quadrimestralmente, com base nos 12 meses anteriores, atribuindo-se então novos pesos de ponderação às diferentes ações que o compõem. Durante os dias de pregão, ele é calculado instantaneamente, em tempo real, e retransmitido internacionalmente.

Como descrito acima, o Índice BOVEPA possui como principal critério de classificação a liquidez, e desta forma a participação de uma determinada ação no índice significa em uma adequada medida de sua representatividade para o mercado. A concentração da liquidez das empresas participantes do Índice BOVESPA e sobre a liquidez total do mercado é representada no gráfico abaixo.



Fonte: Economática e BMF (Bolsa de Mercadorias e Futuros)

Gráfico n°2: Participação das ações do IBOVESPA sobre a Liquidez do Mercado

De fato, como apresentado gráfico n°2, verifica-se que relativamente as ações que compõem o índice IBOVESPA vem concentrando parte significativa da liquidez total registrada pelo mercado. Com base no níveis verificados, pode-se inferir que as ações do índice BOVESPA, por possuírem maior liquidez, devem ser mais acompanhadas e analisadas pelos investidores. Em contra partida, as ações que não pertencem ao índice, por terem baixa liquidez, devem ser consideradas negligenciadas pelos investidores.

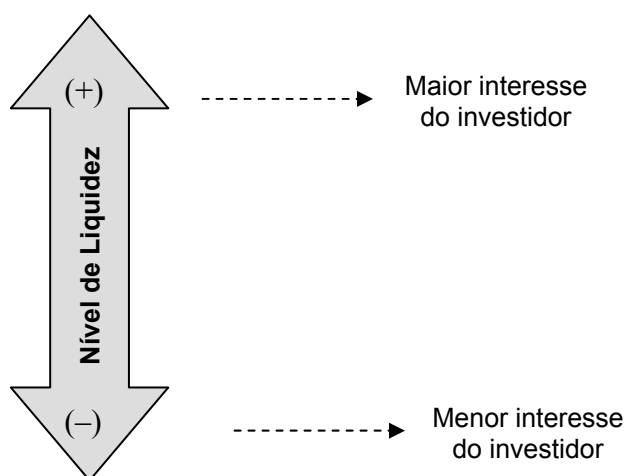


Figura n°6: Relação entre nível de liquidez e interesse do investidor

Em relação à realidade do mercado acionário brasileiro, existem alguns fatores que contribuem para a concentração da liquidez. Um fator seria a concentração do controle acionário das empresas que causa a redução das ações negociadas, principalmente as ordinárias. Outro fator seria a Fixação funcional no curto prazo. Provocada pela volatilidade da atividade econômica, esta fixação no curto prazo incentiva o investimento em empresas que possuem maior liquidez.

Abordando o efeito da empresa negligenciada, sob o contexto do mercado acionário brasileiro e sua respectiva estrutura de governança corporativa, pode-se segregar a função contabilidade de acordo com o nível de liquidez das empresas e levantar a questão de qual seria o impacto da liquidez sobre o nível de relevância da contabilidade para o investidores. E para responder a esta questão, os seguintes pontos devem ser considerados:

- **Monitoramento do mercado:** a variável liquidez (número de negócios) pode ser considerada como uma *proxie* adequada para mensurar a atenção e o interesse dispensados pelos investidores à uma determinada ação. Seguindo esta lógica, as ações com maior liquidez devem ser monitoradas com maior intensidade do que as ações com menor liquidez, sendo assim, consideradas como negligenciadas.
- **Fixação Funcional:** o aumento do nível de incerteza provocado pela volatilidade da atividade econômica incentiva a procura por ações com maior liquidez. Em meio às incertezas, os investidores procuram ativos que lhe proporcionam a possibilidade de ajustar as suas posições por meio de movimentos rápidos. Devido à procura por ativos mais

líquidos, a fixação funcional tende a incrementar a concentração da liquidez no mercado acionário.

- **Concentração do Mercado:** o mercado acionário brasileiro apresenta duas formas de concentração: liquidez e controle acionário. A concentração das negociações no mercado, em um reduzido número de ações, pode levar à perda de interesse dos investidores por determinadas ações. As empresas com menor liquidez tendem a apresentar também uma maior concentração no controle acionário, fazendo com que não haja um número expressivo de ações disponíveis para negociação.

Relacionando as considerações dos pontos discutidos acima e as diferenças entre as ações líquidas e negligenciadas, pode-se inferir que as informações contábeis divulgadas devem impactar de forma diferente sobre as expectativas dos investidores, dependendo do tipo de controle exercidos sobre as empresas.

Para as empresas líquidas, as que compõem o índice BOVESPA, espera-se que a contabilidade exerça o seu papel de redutora da assimetria informacional entre os seus usuários. Se as empresas mais negociadas são monitoradas continuamente pelos analistas do mercado, existe menor probabilidade da ocorrência de alguma surpresa em relação à atividade da empresa e conseqüentemente, em relação aos seus resultados contábeis. Desta maneira, no momento de sua divulgação, as informações contábeis devem estar refletidas nos preços das ações.

De forma oposta, para as empresas negligenciadas, as menos líquidas, a informação contábil não deve estar incorporada aos preços das ações no momento

de sua divulgação. Como o mercado não acompanha estas empresas, a informação contábil pode se tornar irrelevante e não representar uma fonte informativa para a construção das expectativas do investidores.

5. HIPÓTESES DE TRABALHO

O desenvolvimento do arcabouço teórico e a apresentação das principais pesquisas realizadas sobre o objetivo deste estudo, foram necessários para a elaboração das hipóteses investigativas que objetivam responder às questões principal e complementar.

5.1. HIPÓTESE PRINCIPAL

Contrapondo a realidade do mercado brasileiro àquela verificada nos mercados considerados desenvolvidos e considerando o resultado contábil como importante fonte de informação para os investidores no mercado acionário, estrutura-se a hipótese principal de trabalho desta pesquisa:

H_{0a}: Os preços das ações das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipando e variando na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

A hipótese elaborada procura, basicamente, levantar evidências sobre a utilização das informações contábeis divulgadas pelos investidores no mercado acionário brasileiro. Sob a lógica do mercado eficiente, em que todas as informações devem estar refletidas nos preços das ações, no momento da divulgação os preços devem reagir e acompanhar as variações dos resultados. Caso as variações dos preços (retornos anormais) acompanharem a variação dos resultados (lucros anormais), haverá a indicação de que as informações divulgadas e elaboradas pela contabilidade são utilizadas pelos investidores na formação de suas expectativas sobre o preço das ações, demonstrando que as informações contábeis possuem conteúdo informacional.

5.2. HIPÓTESES COMPLEMENTARES

Como o estudo procura investigar, de uma forma ampla, o impacto dos resultados contábeis divulgados sobre os preços das ações brasileiras, abre-se a oportunidade da construção de hipóteses complementares, dedicadas a considerar a influência de determinadas características do mercado brasileiro sobre esta relação.

5.2.1. Tipos de Ações

Considerando a legislação societária vigente no mercado acionário brasileiro, onde os tipos de ações conferem aos seus titulares direitos diferentes, e assumindo a informação contábil como importante fonte de informação para o mercado financeiro, pode-se estruturar de forma sintética (Figura nº 7), a relação entre os tipos de ações e a relevância do resultado contábil.

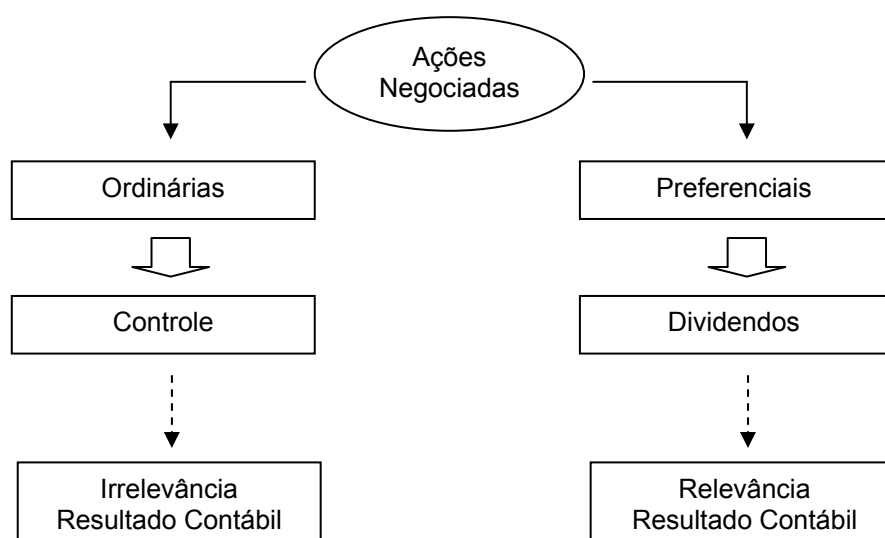


Figura 7: Tipos de ações e Relevância do Resultado Contábil

Assumindo a premissa de que o acionista possui diferentes interesses (controle ou dividendos) conforme a opção de investimento realizado em determinado tipo de ação (ordinária ou preferencial), e que a relevância da

informação contábil esteja vinculada a este determinado interesse, estrutura-se as seguintes hipóteses complementares de trabalho:

H_{0b1}: Os preços das ações, caracterizadas como ordinárias, das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro não reagem (não antecipam e não variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

H_{0b1}: Os preços das ações, caracterizadas como preferenciais, das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipam e variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

A hipótese elaborada procura comparar a reação dos preços frente à divulgação dos lucros contábeis entre as ações, preferencial *versus* ordinária, procurando evidências sobre a interferência do tipo de ação sobre a relevância da informação contábil para o mercado.

A forma como foram elaboradas as hipóteses, por meio de afirmações opostas: reagem ou não reagem, podem indicar que os lucros são irrelevantes para os acionistas ordinários. Como a pesquisa procura evidências sobre a direção (sinalização) e não sobre a magnitude da relação estudada, espera-se que as ações ordinárias variem à divulgação dos lucros, mas sem apresentar uma evolução bem definida à divulgação das informações contábeis, durante o período observado. Em contrapartida, espera-se que os retornos das ações preferenciais registrem uma evolução na mesma direção dos lucros divulgados.

5.2.2. Regulamentação Específica

Observando que a regulamentação da contabilidade no Brasil possui uma estrutura favorável à fiscalização e ao principal agente dessa atividade, o Governo, à medida que a contabilidade favorece um determinado usuário, faz com que as informações emitidas pela mesma passem a ser consideradas com menos

relevância por parte dos outros usuários. Pode-se inferir que o excesso de regulamentação influencia a reação do preço das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.

Dentro dessa perspectiva, torna-se razoável afirmar que os setores que tenham regulamentação específica (como os setores financeiro e elétrico) apresentam um nível de sensibilidade, entre o preço das ações e os resultados contábeis, diferente do de setores que não sofrem a incidência de regulamentação específica. Essa relação está representada na representação gráfica exposta na figura 8.

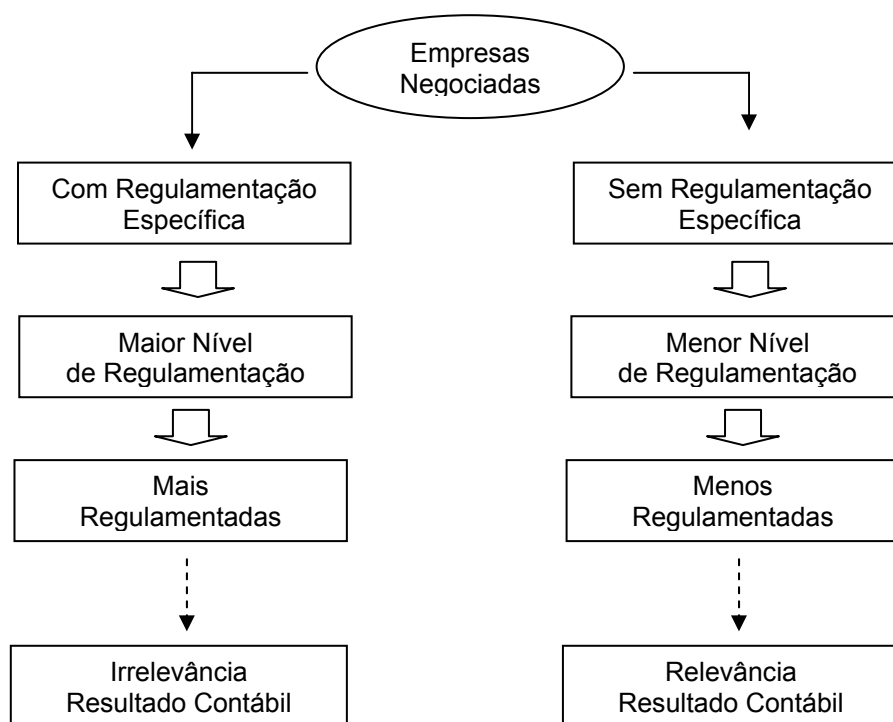


Figura 8: Nível de Regulamentação e Relevância do Resultado Contábil

Assumindo a premissa de que o nível de regulamentação interfere sobre o nível de relevância das informações contábeis divulgados para o mercado financeiro, estrutura-se as seguintes hipóteses complementares de trabalho:

H_{0c1}: Os preços das ações das empresas, caracterizadas por incidência de regulamentação específica, negociadas no mercado acionário brasileiro não reagem (não antecipam e não variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

H_{0c2}: Os preços das ações das empresas, caracterizadas pela ausência de incidência de regulamentação específica, negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipam e variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

Basicamente, as hipóteses elaborada procuram comparar a movimentação dos preços das ações em relação à divulgação das demonstrações financeiras, e conseqüentemente, encontrar evidências sobre a relevância das informações contábeis entre os setores mais regulamentados e os menos regulamentados.

A elaboração de hipóteses sobre afirmações opostas: reagem e não reagem, não indicam a irrelevância dos lucros para os investidores de empresas mais regulamentadas. Como a pesquisa procura evidências sobre a direção (sinalização) e não sobre a magnitude da relação entre preços e lucros, espera-se que as ações de empresas que sofram a incidência de regulamentação específica registrem uma evolução indiferente aos resultados contábeis divulgados.

5.2.3. Tipos de Controlador

Analisando o desenvolvimento da economia brasileira, observa-se que, similar à regulamentação, a estrutura de controle acionário foi fortemente influenciada pela presença do Estado na economia. Como principal agente, financiador e gestor, do desenvolvimento econômico no país, o estado dominou por um longo período o conselho de administração das maiores empresas negociadas. O conjunto de empresas que não estavam sob o comando estatal, pertenciam principalmente a grupos familiares.

Este cenário veio a sofrer modificações nos anos 90 através do programa de privatização. Apesar do sucesso deste processo em que ocorreu a transferência do controle de diversos setores para o capital privado nacional e externo, não houve a redução integral da participação do estado na economia. Apesar do recente aumento de participação dos investidores institucionais, a estrutura de controle acionário das empresas negociadas na bolsa de valores ainda está dividida basicamente em dois grupos: controle privado e controle estatal.

Assumindo a informação contábil como importante fonte de informação para o mercado financeiro, e considerando a estrutura de controle existente no mercado acionário brasileiro em que os dois grupos de controle (estatal e privado) possuem interesses diferentes, estrutura-se de forma sintética (Figura nº 9), a relação entre os tipos de controle e a relevância da informação contábil.

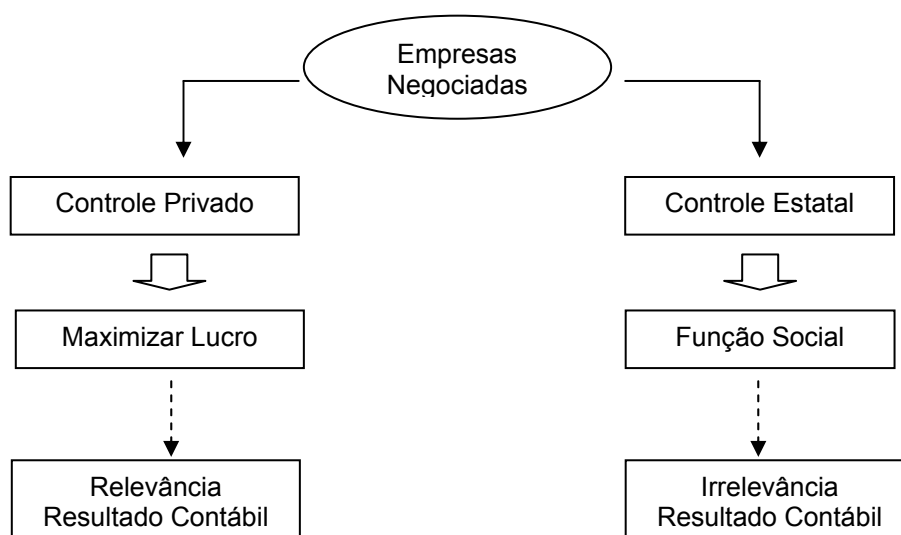


Figura 9: Tipos de controle e Relevância do Resultado Contábil

Assumindo a premissa de que o tipo de controle possui a capacidade de interferir sobre o nível de relevância das informações contábeis divulgadas para o mercado financeiro, elabora-se as seguinte hipóteses complementares de trabalho:

H_{0d1}: Os preços das ações das empresas, caracterizadas por controle privado, negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipam e variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

H_{0d2}: Os preços das ações das empresas, caracterizadas por controle estatal, negociadas no mercado acionário brasileiro não reagem (não antecipam e não variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

A hipótese apresentada procura comparar a performance dos preços das ações frente à divulgação dos resultados contábeis entre os grupos de empresas que sejam comandadas por um determinado tipo de controlador, privado *versus* estatal.

As afirmações opostas apresentadas pelas hipóteses: reagem e não reagem, podem indicar a irrelevância dos lucros divulgados para as ações de empresas com controle estatal. Como a pesquisa não procura evidências sobre a magnitude, mas sobre a direção (sinalização), espera-se que as ações de empresas com controle estatal variem à divulgação dos resultados contábeis sem uma evolução bem definida.

5.2.4. Concentração da Liquidez

Relacionando a premissa que a atenção dos investidores por um determinado ativo pode ser refletida pelo seu nível de liquidez e analisando a distribuição de liquidez entre os ativos negociados no mercado acionário brasileiro, constata-se que existe um determinado número de ação, listada no índice BOVESPA, que concentram a liquidez do mercado.

Sob a lógica de que a liquidez representa a atenção dos investidores, as ações listadas no IBOVESPA são acompanhadas continuamente pelos investidores,

e em contrapartida, as empresas com menor liquidez, listadas no índice BOVESPA, não são acompanhadas pelos investidores.

Considerando a relação do grau de interesse do investidor com o nível de liquidez das ações e assumindo o resultado contábil como importante fonte de informação para os investidores no mercado financeiro, pode-se segregar, conforme figura nº10, a relação entre liquidez e relevância da informação contábil.

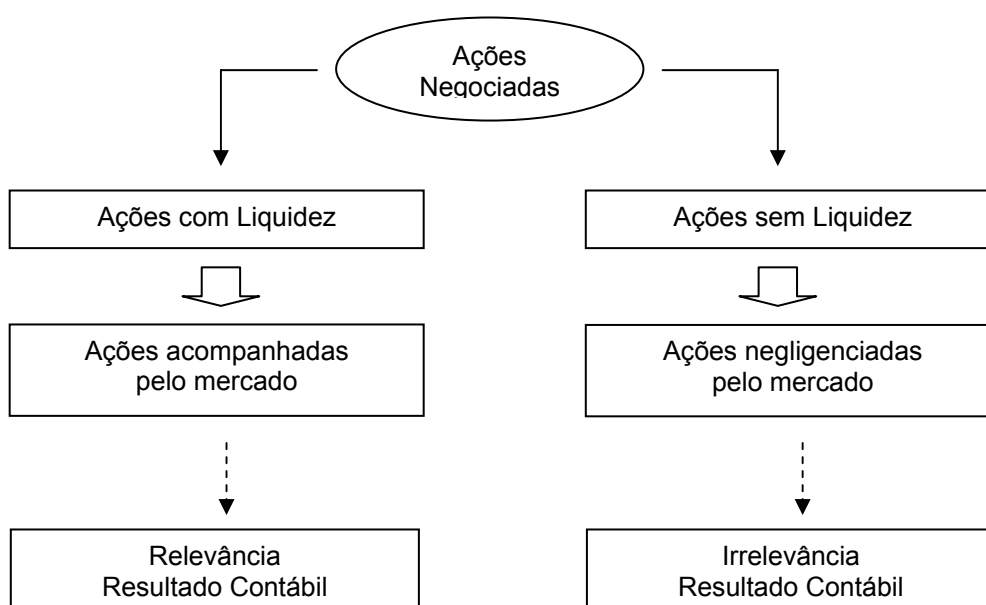


Figura 10: Nível de liquidez e Relevância do Resultado Contábil

Assumindo a premissa que o grau de interesse do investidor por uma determinada ação, representado pelo nível de liquidez deste ativo, influencia o nível de relevância da informação contábil, elabora-se as seguinte hipóteses complementares:

H_{0e1}: *Os preços das ações das empresas, caracterizadas como sendo mais líquidas, negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipam e variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.*

H_{0e2}: *Os preços das ações das empresas, caracterizadas como sendo menos líquidas, negociadas no mercado acionário brasileiro não reagem (não antecipam e não variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.*

As hipóteses elaboradas procuram comparar a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis entre as ações que são acompanhadas continuamente pelos investidores, àquelas que participam da composição do índice IBOVESPA, e as empresas negligenciadas, àquelas que não compõem o respectivo índice. Por meio das hipóteses elaboradas, a pesquisa procura evidências sobre a interferência da liquidez sobre a relevância da informação divulgada pela contabilidade.

Pelas afirmações presentes nas hipóteses: é ou não afetado, não representam um indicação de que os lucros divulgados não são relevantes para as ações com pouca liquidez. Sendo a finalidade desta pesquisa, observar a direção (sinalização) e não a magnitude da relação entre preços e lucros, espera-se que as ações com pouca liquidez variem sem apresentar uma direção bem definida frente à divulgação dos resultados contábeis.

5.3. RESULTADOS ESPERADOS

Relacionado o arcabouço teórico desenvolvido e os resultados apresentados pela literatura de pesquisa em contabilidade, tanto internacional quanto nacional, com a realidade do mercado financeiro brasileiro, pode-se esperar alguns resultados para os testes empíricos a serem realizados nesta pesquisa.

A metodologia escolhida e aplicada nesta pesquisa procura evidenciar a evolução do comportamento de uma variável à ocorrência de um determinado evento. De forma específica, procura-se evidências, por meio da evolução dos retornos dos preços das ações, do papel da divulgação dos resultados contábeis.

Ressalta-se mais uma vez, que dentro da amplitude da metodologia adotada, esta pesquisa procura observar a direção (sinalização) da evolução dos retornos em relação à divulgação dos lucros. Caso os retornos variem na mesma direção dos lucros haverá confirmação da utilização das informações contábeis pelos investidores no mercado acionário. Este comportamento é consistente com o arcabouço teórico desenvolvido para a pesquisa, principalmente sobre Hipótese do Mercado Eficiente (HME). Se os preços dos ativos incorporam as informações disponibilizadas, espera-se que além de reagir, os preços devam antecipar e variar na mesma direção das informações contábeis divulgadas.

De forma a atender as questões (principal e complementares) apresentadas pela pesquisa, houve a necessidade da elaboração de hipóteses baseadas em afirmações de naturezas opostas. As ações presentes nas hipóteses: reagem ou não reagem, não representam uma limitação, mas uma opção necessária para que a pesquisa possa evidenciar adequadamente a questão essencial desta pesquisa, a capacidade informacional dos números divulgados pela contabilidade. Desta maneira, as afirmações, relativas ao comportamento dos preços, possuem os seguintes significados:

- **reagem:** espera-se que os retornos das ações variem, antecipando e seguindo a mesma direção dos resultados divulgados pela contabilidade. Este movimento será definido como uma reação dos preços aos lucros divulgados, indicando a relevância das informações contábeis para o mercado.
- **não reagem:** espera-se que os retornos das ações não variem, não antecipando e não apresentando uma direção bem definida à divulgação

dos resultados contábeis. Este movimento será definido como uma ausência de reação dos preços aos lucros divulgados, indicando que as informações contábeis não são relevantes para o mercado.

Assim, em relação às hipóteses estruturadas sobre as suas respectivas afirmações, são esperados, de acordo com as premissas teórica da Hipótese do Mercado Eficiente (HME), os seguintes resultados para o comportamento dos preços:

Afirmações	Reagem	Não Reagem
Confirma	Retornos antecipam e variam na direção dos resultados contábeis	Retornos não antecipam e não variam na direção dos resultados contábeis
Confirma Parcialmente	Nem todos os retornos antecipam e variam na direção dos resultados contábeis	Nem todos os retornos não antecipam e não variam na direção dos resultados contábeis
Rejeita	Retornos não antecipam e não variam na direção dos resultados contábeis	Retornos antecipam e variam na direção dos resultados contábeis
Sem Evidências	Retornos apresentam comportamento incapaz de representar qualquer resposta ao lucros divulgados	Retornos apresentam comportamento incapaz de representar qualquer resposta ao lucros divulgados

Quadro 13: Resumo dos possíveis resultados esperados para as Hipóteses

Apesar de não haver um consenso sobre a importância da contabilidade (com base no conjunto de evidências obtidas pelas pesquisas realizadas no mercado brasileiro), espera-se que, de forma ampla, para o mercado em geral, as informações contábeis divulgadas sejam relevantes para os investidores. Entretanto, para alguns grupos específicos caracterizados por barreiras que impedem que a contabilidade exerça seu papel de redutora da informação, espera-se que a informação contábil seja irrelevante.

#	Grupo de Ações	Ação	Comportamento dos preços	Relevância Contabilidade
H _{0a}	Mercado	Reagem	Antecipa e varia na direção dos resultados contábeis	Relevante
H _{0b1}	Ordinárias	Não Reagem	Não antecipa e não varia na direção dos resultados contábeis	Não Relevante
H _{0b2}	Preferenciais	Reagem	Antecipa e varia na direção dos resultados contábeis	Relevante
H _{0c1}	Regulamentadas	Não Reagem	Não antecipa e não varia na direção dos resultados contábeis	Não Relevante
H _{0c2}	Não Regulamentadas	Reagem	Antecipa e varia na direção dos resultados contábeis	Relevante
H _{0d1}	Controle Privado	Reagem	Antecipa e varia na direção dos resultados contábeis	Relevante
H _{0d2}	Controle Estatal	Não Reagem	Não antecipa e não varia na direção dos resultados contábeis	Não Relevante
H _{0e1}	Mais Líquidas	Reagem	Antecipa e varia na direção dos resultados contábeis	Relevante
H _{0e2}	Menos Líquidas	Não Reagem	Não antecipa e não varia na direção dos resultados contábeis	Não Relevante

Quadro 14: Resumo dos resultados esperados por hipótese

Os resultados esperados não procuram apresentar uma resposta definitiva sobre o papel da contabilidade para o mercado brasileiro. Este trabalho procura analisar a realidade de forma livre, enfatizando algumas características específicas presentes no mercado brasileiro, sem o compromisso de confirmar alguma tese ou afirmação prévia sobre a relevância da contabilidade no ambiente brasileiro.

6. TESTE EMPÍRICO

Este capítulo foi estruturado de forma a descrever e a explicar a metodologia empregada, o processo de seleção dos dados utilizados e a segregação das amostras utilizadas neste trabalho.

6.1. METODOLOGIA

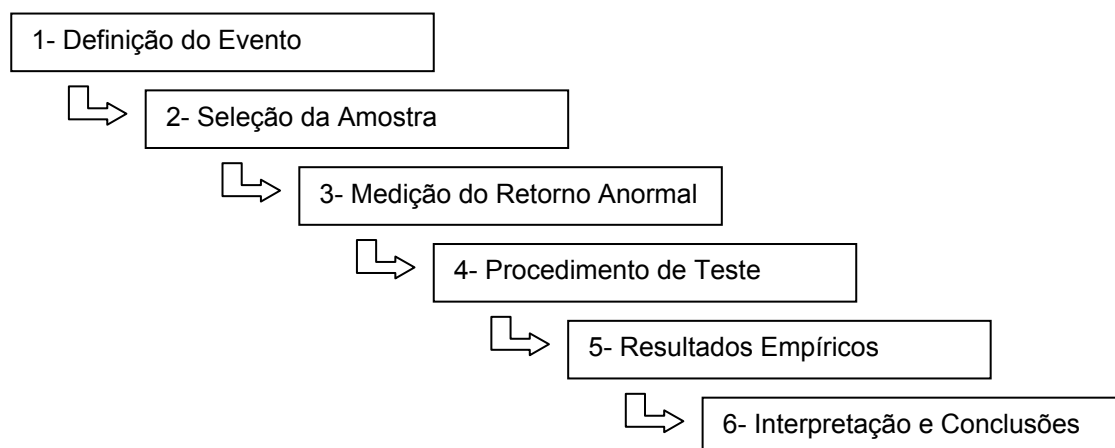
Possuindo a finalidade de reproduzir o estudo elaborado por Ball e Brown (1968) no ambiente do mercado acionário brasileiro, esta pesquisa utilizará a mesma metodologia desenvolvida por aqueles autores, com as devidas adaptações para a sua aplicação no ambiente brasileiro.

A metodologia desenvolvida por Ball e Brown e utilizada neste estudo é baseada num estudo de evento. Segundo Paxson e Wood (1998), a metodologia de estudo de evento é definida como:

Um desenho de pesquisa empírica largamente utilizada nas áreas de Finanças e Contabilidade, em que se estuda os impactos de eventos econômicos ou financeiros específicos no comportamento dos mercados de títulos. O evento é utilizado como critério de amostragem e o objetivo da pesquisa é a identificação de fluxos de informação e comportamento do mercado, tanto antes quanto depois do evento. Baseado na identificação do comportamento dos títulos pode-se inferir sobre a influência do evento nos mesmos.

No caso específico desta pesquisa, que procura observar se as informações contábeis, contidas nas demonstrações divulgadas, são refletidas pelo preço das ações, o estudo de evento enquadra-se como a metodologia adequada. De acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), considerando a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento são imediatamente refletidos nos preços das ações.

O estudo de evento presente nesta pesquisa foi realizado com base nos procedimentos descritos por diversos autores, como MacKinlay (1997) e Campbell, Lo e MacKinlay (1997). As etapas de estudo de evento, conforme a Figura 8, são:



Fonte: Adaptado de Soares (2002)

Figura 11: Fases do Estudo de Evento

A seqüência apresentada serve como um plano geral que, dependendo das características de cada pesquisa, deve haver um ajustamento da metodologia para atender as especificidades do estudo a ser realizado. Com base nos procedimentos²¹ indicados acima pela figura 8, a metodologia desenvolvida neste estudo é composta pelas seguintes etapas:

- 1) Definição do Evento,
- 2) Cálculo do Lucro Anormal,
- 3) Cálculo do Retorno Anormal,
- 4) Cálculo do Índice de Retorno Anormal Acumulado, e
- 5) Cálculo da Diferença entre os retornos anormais.

²¹ A seqüência dos procedimentos adotados pela metodologia são retratados graficamente no ANEXO L.

6.1.1. Definição do Evento

Como data inicial do evento, também chamada de data 0, foi considerada a data de divulgação²² das demonstrações contábeis. O período pré-evento compreende os meses de -12 a 0, sendo o período pós-evento formado pelos meses 0 a + 6 meses. De forma integral, a amplitude do evento é de 16 meses, com início um ano (-12) antes do evento (0) e com término seis meses após (+6). Conforme estas especificações, a estrutura do evento compreende os intervalos delimitados pela Figura 9.

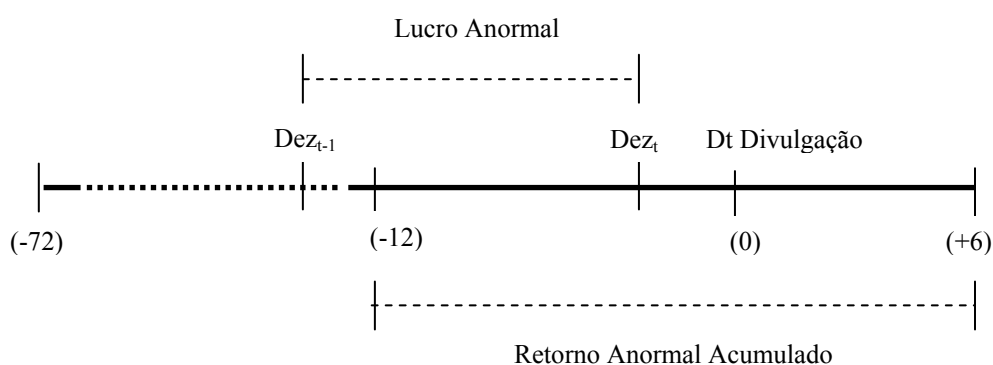


Figura 12: Intervalos do Evento

Pela estrutura acima, nota-se que a pesquisa parte da premissa que a divulgação dos lucros é considerada como uma forte sinalização sobre as expectativas futuras de uma empresa. A pesquisa utiliza a disponibilização (divulgação) das informações contábeis para o mercado como evento potencial para inferir uma variação nos preços das ações. Ao examinar a variação dos preços em torno (antes, durante e depois) do evento, pode-se conhecer a atitude dos investidores em virtude da divulgação das informações contábeis.

²² A data divulgação não compreende a data de publicação. A data de divulgação é aquela em que as demonstrações contábeis são disponibilizadas ao mercado, e a data de publicação é aquela em que

6.1.2. Lucro Anormal - LA

Para o cálculo dos lucros anormais, foi utilizado o *naive model* (modelo ingênuo), inicialmente indicado e utilizado por Ball & Brawn (1968). Esse modelo, segundo Prociandy (2000), prevê que o valor atual será o mesmo valor do ano anterior, estabelecendo que o erro de previsão é simplesmente a variação entre o período atual e o anterior.

Desta maneira, os lucros anormais consistem na variação dos lucros contábeis em um determinado período. Esta forma assume que as variações dos lucros seguem um movimento aleatório²³, em que a melhor estimativa do lucro de um determinado período t é o lucro publicado no período anterior $t-1$. Deste modo os lucros anormais devem ser definidos da seguinte forma:

$$LA_{i,t} = Luc_{i,t} - Luc_{i,t-1} \quad (C.1)$$

onde,
 $LA_{i,t}$ = Lucro Anormal da empresa i no exercício t ,
 $Luc_{i,t}$ = Lucro por Ação contábil da empresa i do exercício t ,
 $Luc_{i,t-1}$ = Lucro por Ação contábil da empresa i no exercício $t-1$.

A partir do cálculo resultante desta fórmula, a informação presente no Lucro Anormal pode ser classificada em duas: se o resultado for positivo, a informação é considerada como favorável aos investidores, e denominada como *good news*; por outro lado, se o resultado for negativo, a informação é considerada como desfavorável aos investidores, e assim, denominada como *bad news*.

as demonstrações são efetivamente, conforme a legislação, publicadas em algum meio impresso de comunicação.

²³ Conforme Watts & Zinermam (1986), *naive-model* consiste num modelo aleatório simples (*random walk model*) de lucros anuais, em que:

$$A_{i,t} = A_{i,t-1} + w_{i,t}$$

onde $E(w_{i,t}) = 0$, $\sigma^2(w_{i,t}) = \text{constante}$ para todos t e covariância $(w_{i,t}, w_{i,t+1}) = 0$ para todos $t <> 0$.

6.1.3. Retorno Anormal - RA

Entre os diferentes modelos, estatísticos ou econômicos, existentes para o cálculo dos retornos esperados das ações, foi selecionado para esta pesquisa o modelo estatístico conhecido como Modelo de Mercado.

Esse modelo estatístico foi o mesmo utilizado por Ball & Brown (1968), e é também amplamente utilizado em estudos de eventos, e recomendado por diversos autores, como Weston, Siu e Johnson (2001) e por Brown e Werner (1985).

O retorno da ação é, tradicionalmente, calculado da seguinte forma:

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (\text{C.2a})$$

onde,

$$\begin{aligned} r_{i,t} &= \text{taxa de retorno da ação } i \text{ no período } [t,t-1] \\ P_{i,t} &= \text{preço da ação } i \text{ na data } t \\ P_{i,t-1} &= \text{preço da ação } i \text{ na data } t-1 \end{aligned}$$

De forma análoga, o retorno do mercado é calculado da mesma forma:

$$r_m = \frac{Ind_t - Ind_{t-1}}{Ind_{t-1}} \quad (\text{C.2b})$$

onde,

$$\begin{aligned} r_m &= \text{taxa de retorno do mercado no período } [t,t-1] \\ Ind_t &= \text{valor do índice de mercado na data } t \\ Ind_{t-1} &= \text{valor do índice de mercado na data } t-1 \end{aligned}$$

Para o cálculo do retorno²⁴ anormal será utilizado o Modelo de Mercado, que consiste em um modelo estatístico representado por uma regressão linear entre os retornos r_i de uma determinada ação e os retornos da carteira do mercado r_m .

²⁴ Os retornos mensais dos ativos (ações e índices) foram calculados com base em 22 dias úteis.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (\text{C.3})$$

onde,

$r_{i,t}$	=	Retorno da empresa i no período t ,
α_i	=	Interceptor da empresa i ,
β_i	=	Coefficiente de variação da empresa i no período t ,
$r_{m,t}$	=	Retorno do mercado no período t ,
$e_{i,t}$	=	Erro da empresa i no período t .

De acordo com a regressão (C.3), os estimadores α (interceptor) e β (coeficiente de variação) consistem em valores OLS (*ordinary least squares*) ou Mínimos Quadrados Ordinários para um determinado período²⁵. Por meio dos estimadores calculados pelo modelo de mercado, pode-se calcular os retornos esperados para uma ação em um determinado período de acordo com a seguinte equação:

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} \quad (\text{C.4})$$

onde,

$E(r_{i,t})$	=	Retorno esperado da empresa i no período t ,
α_i	=	Interceptor da empresa i ,
β_i	=	Coef. de variação da empresa i no período t ,
$r_{m,t}$	=	Retorno do mercado no período t .

A diferença entre o retorno esperado $E(r_{i,t})$ pelo Modelo de Mercado e o retorno da ação r_{it} em um determinado período é denominada de retorno anormal. Depois de calcular o retorno esperado pelo Modelo de Mercado encontra-se o retorno anormal da seguinte forma:

$$RA_{it} = r_{it} - E(r_{i,t}) \quad (\text{C.5})$$

onde,

RA	=	Retorno Anormal para a empresa i no período t ,
r_{it}	=	Retorno da empresa i no período t ,
$E(r_{i,t})$	=	Retorno Esperado conforme linha do mercado para a empresa i no período t .

²⁵ Os estimadores foram calculados com base em períodos de 60 meses.

6.1.4. Retorno Anormal Acumulado - CAR

O retorno anormal acumulado (CAR) de cada ação é calculado a partir da capitalização dos retornos anormais mensais apurados até uma determinada data t . Sendo a amplitude do evento igual a 16 meses, com início no mês -11 e final no mês $+6$, tem-se para o cálculo do retorno anormal acumulado (CAR) a seguinte equação:

$$CAR_{it} = \prod_{t=-11}^T (1 + RA_{it}) \quad T = -11, -10, \dots, +5, +6 \quad (C.6)$$

onde,

$$\begin{aligned} CAR &= \text{Retorno Anormal Acumulado para empresa } i \text{ no período } t, \\ RA &= \text{Retorno Anormal para a empresa } i \text{ no período } t. \end{aligned}$$

O índice de retorno acumulado demonstra o comportamento da ação durante a janela do evento. Por meio deste índice, torna-se possível acompanhar a reação da ação antes, durante e depois da divulgação das informações contábeis.

6.1.5. Índice de Performance Retorno Anormal Acumulado - IPRA

Para obter o Retorno Anormal Acumulado de uma carteira de ações, utiliza-se como mensuração a média aritmética dos retornos anormais das ações agrupadas. Este método possibilita mensurar a média dos retornos anormais para o conjunto de ações/empresas que apresentem o mesmo resultado (lucro ou prejuízo).

$$IPRA_t = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \prod_{t=-11}^T (1 + RA_{n,t}) \quad T = -11, -10, \dots, +5, +6 \quad (C.7)$$

onde,

$$\begin{aligned} IPRA &= \text{Índice de Performance de Retorno Anormal Acumulado,} \\ RA &= \text{Retorno Anormal para a empresa no período } t, \\ N &= \text{Número de ações por resultado (good news ou bad news).} \end{aligned}$$

A construção deste índice possui a finalidade de resumir, por meio de uma medida única, a performance de um determinado grupo de ações. No caso específico desta pesquisa, existe o interesse de verificar e comparar a performance entre os grupos de ações que divulgaram *good news* (lucro anormal positivo) e *bad news* (lucro anormal negativo).

6.1.6. Diferença entre os Retornos

Para testar se os retornos anormais acumulados entre os dois grupos de ações estudados - um com lucro anormal positivo e o outro com lucro anormal negativo - são diferentes, foi utilizado o seguinte procedimento²⁶:

$$Z = \frac{IPRA^+ - IPRA^-}{\sqrt{\frac{\sigma_+^2}{n_+} + \frac{\sigma_-^2}{n_-}}} \quad (C.8)$$

onde,

Z	=	Estatística teste,
$IPRA^+$	=	Índice Performance Retorno Anormal - Carteira Positiva,
$IPRA^-$	=	Índice Performance Retorno Anormal - Carteira Negativa,
σ_+^2	=	Variância da carteira positiva,
σ_-^2	=	Variância da carteira negativa,
n_+	=	Número de ações na carteira positiva,
n_-	=	Número de ações na carteira negativa.

A realização deste procedimento em cada mês, de -11 a +6, do intervalo do evento, torna possível verificar se a diferença entre os índices de performance apresentados por cada carteira, *good news* e *bad news*, são estatisticamente significantes.

6.2. SELEÇÃO DOS DADOS

Tendo como objetivo pesquisar a relação entre o lucro contábil e o preço das ações no mercado brasileiro, a base de dados deste estudo foi formada pelas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa.

A pesquisa analisou a relação entre o lucro contábil e o preço das ações durante os exercícios realizados após o Plano Real. Desta maneira o intervalo de observação contemplou os exercícios contábeis de 1995 a 2001. Considerando-se que as datas dos eventos (data de divulgação) ocorrem após o encerramento do exercício, e que os retornos anormais foram calculados com base em parâmetros mensurados nos 60 (sessenta) meses anteriores, o período integral da pesquisa para coleta e análise de dados foi de 1º de janeiro de 1990 a 31 de setembro de 2002.

As informações sobre as empresas pesquisadas foram obtidas por intermédio do banco de dados disponibilizado pela Economática²⁷, empresa especializada em informações para o mercado de capitais. Para atender às necessidades da pesquisa, foram coletados os seguintes dados:

1. **Data do Evento:** foi considerada a data de divulgação das publicações financeiras. Esta data não equivale ao dia da publicação, mas ao dia em que as informações contábeis foram disponibilizadas, pela administração da empresa, aos acionistas e a outros interessados;

²⁷ www.economica.com.br

Exercícios	Quartil (Data de Divulgação por Exercício)		
	1° Q	2° Q	3° Q
1994	21/02/1995	16/03/1995	28/03/1995
1995	27/02/1996	21/03/1996	28/03/1996
1996	25/02/1997	13/03/1997	01/04/1997
1997	18/02/1998	20/03/1998	01/04/1998
1998	24/02/1999	17/03/1999	31/03/1999
1999	23/02/2000	17/03/2000	30/03/2000
2000	02/03/2001	24/03/2001	03/04/2001
2001	26/02/2002	12/03/2002	27/03/2002

Tabela 3: Distribuição das Datas de Divulgação

2. **Lucro Contábil:** foi utilizado a forma Lucro por Ação (LPA). Esta representação do lucro contábil é calculada a partir da seguinte equação:

$$LPA_{i,t} = \frac{LL_t}{n_{i,t}} \quad (\text{B.1})$$

onde,

$LPA_{i,t}$ = Lucro por ação da empresa i no período t
 $LL_{i,t}$ = Lucro Líquido da empresa i no período t
 $n_{i,t}$ = Número de ações em circulação da empresa i em t

3. **Preço dos Ativos:** considerou-se as cotações de fechamento ajustadas por proventos²⁸;
4. **Índice de Mercado:** foi selecionado o IBOVESPA²⁹, índice calculado e divulgado pela BOVESPA (Bolsa de valores de São Paulo);

²⁸ Dividendos, bonificações e subscrições são incorporadas no preço da ação.

²⁹ Entre os diversos índices (IBOV, IBX, FGV-100 e IBA) passíveis de serem utilizados, selecionou-se o Ibovespa (IBOV) por cumprir alguns critérios necessários à pesquisa, como amplitude das datas de negociação (01/01/90 até 31/12/2002) e capacidade de representar o mercado acionário de forma integral.

5. **Setor Econômico:** foi utilizada, para cada empresa, a respectiva classificação setorial previamente existente e disponibilizada no banco de dados;

SETORES	DESCRIÇÃO
1	Agropecuária, pesca, extrativismo e reflorestamento
2	Bancos, seguradoras e serviços financeiros
3	Comércio
4	Construtoras
5	Energia elétrica (geração, transmissão e distribuição)
6	Fundos de investimento e pensão
7	Ind de alimentos e bebidas
8	Ind de comput, equip elétricos e eletrônicos e componentes
9	Ind de máquinas industriais
10	Ind de papel e celulose
11	Ind de prod de minerais não metálicos (cimento, vidro, etc)
12	Ind de prod químicos (petroquímicos, remédios, fertiliz, etc)
13	Ind de tecidos, roupas e calçados
14	Ind de veículos e peças (carros, barcos, aviões, etc)
15	Ind siderúrgica e metalúrgica
16	Mineração (exceto petróleo e gás)
17	Petróleo e gás natural (extração, refino e distribuição)
18	Serviços de fornec e proces de dados e desenv de software
19	Serviços de telecomunicações
20	Serviços de transporte aéreo, aquático, rodoviário e ferroviário
21	Outros (não classificável em nenhuma das outras categorias)

Tabela 4: Setores Econômicos (Economática)

6. **Principal Acionista:** foram levantados o acionista com maior participação no capital votante de cada empresa no dia 31 de março de cada ano;

Os dados lucro por ação (LPA), preços dos ativos e índice de mercado coletados para a pesquisa estão em moeda ajustada pela inflação (IGP-DI), e foram selecionados a partir de todas as ações, ordinárias ou preferências, listadas na BOVESPA e que atenderam os seguintes critérios de seleção:

1. Apresentar cotação (negociação) em todos os meses³⁰ compreendidos pelo período necessário para a construção dos eventos (01 de janeiro de 1994 a 31 de janeiro de 2002);
2. Apresentar data de divulgação³¹ das demonstrações financeiras disponível em alguma das fontes de informação utilizadas nesta pesquisa;
3. Apresentar o resultado contábil divulgado disponível no banco de dados utilizado (Economática).

Através do critérios de seleção apresentados acima, foi obtida, a partir da população de todas as ações negociadas na BOVESPA, durante o período de pesquisa, um amostra de 108 ações, sendo 25 ordinárias e 83 preferenciais, de 91 empresas diferentes.

³⁰ Nos dias em que não houve negociação de determinada ação, a cotação foi calculada através do método de interpolação linear.

³¹ Nos casos em que esta informação não encontrava-se disponível no banco de dados (Economática), as datas foram levantadas através dos sites ou pelos departamentos de atendimento aos acionistas das respectivas empresas, ou no website da BOVESPA ([www. Bovespa.com.br](http://www.Bovespa.com.br)).

6.3. DIAGNÓSTICOS DOS DADOS

De posse dos dados extraídos das respectivas fontes, foram levantadas as seguintes medidas estatísticas sobre as principais variáveis envolvidas na metodologia:

Medidas Estatística	Lucro por Ação (LPA)	Retorno Mensal
Número	756	59.724
Mínimo	(44,15)	(0,92)
Máximo	27,66	17,57
Amplitude	71,81	18,49
Mediana	0,0003	(0,0060)
Média	(0,0212)	0,0023
Variância	7,620	0,0596
Desvio Padrão	2,760	0,2442
Coefficiente Variação	359,43	106,17
Curtose	178,082	489,92
Assimetria	(8,805)	9,540
Teste Normalidade ³²	0,381*	0,130*

* Rejeita (nível de 5%)

Tabela 5: Estatística Descritiva Principais Variáveis

Importantes informações sobre as variáveis envolvidas na pesquisas são refletidas pelas medidas estatísticas calculadas. O cenário de alta volatilidade do ambiente econômico e conseqüentemente do mercado acionário brasileiro, considerado umas das suas principais características, são espelhados pelos altos coeficientes de variação (relação entre desvio-padrão e média).

Em relação, de forma específica, às distribuições de freqüência apresentadas pelas variáveis pesquisadas deve-se destacar a constatação da não normalidade (conforme teste Kolmogorov-Smirnov). Esta verificação é consistente com os resultados encontrados pela literatura em geral.

Quanto a forma da distribuição dos retornos, diversos estudos rejeitam a hipótese de normalidade dos retornos para várias séries financeiras. As

³² Teste de Kolmogorov-Smirnov

conclusões dos testes, conforme discutidos por Lawrence e Robinson (1995) e pelo relatório técnico do RiskMetrics (1995), indicam existência de leptocurtose, levando a probabilidades maiores de ocorrência de valores extremos quando comparado com o esperado pela distribuição normal, além de maior probabilidade ao redor da média em relação ao esperado numa curva normal. (Securato, 1999, p.1999)

Na amplitude da metodologia utilizada nesta pesquisa, a não normalidade da variável lucro por ação é irrelevante. No caso da variável Retorno Mensal, que será utilizada como fonte para a geração de dados por intermédio de um modelo paramétrico (modelo de mercado), a não normalidade deve ser considerada como uma limitação, entretanto, não como uma restrição. Esta consideração se baseia na estrutura do modelo e nas variáveis (tipos e quantidades) utilizadas nesta pesquisa e nos relatos de alguns autores:

- Conforme Hill (p. 52, 2000) “às vezes supõe-se sabido que a distribuição de y , $f(y|x)$ é *normal*. A justificação para isso é a observação de que, na natureza, a curva “em forma de sino” descreve muitos fenômenos físicos, de QI’s ao comprimento de espigas de milho ou ao peso de meninos australianos a nascer. Por vezes é razoável admitir que uma variável econômica se distribua normalmente em torno de sua média. O mesmo autor, Hill (p. 66, 2000) complementa, cada modelo econômico e seu modelo estatístico associado devem ser apurados e conferidos cuidadosamente para confirmar a validade das hipóteses do modelo de regressão. Se essas hipóteses não são válidas, então o processo de mínimos quadrados pode não ser muito eficiente. A verificação das hipóteses de normalidade é uma tarefa difícil, pois a economia não é uma ciência exata e porque os dados econômicos em geral são “poluídos”. Esse é um ponto em que a econometria difere da estatística”.

- Conforme Martins (p.316, 2002) “A média da distribuição da variável e é zero, isto é : $M(e)=E[e]=0$. Assim, para cada observação X , a média dos erros para uma grande série de experimentos é zero”.
- Conforme Securato (p.417, 1999) “a hipótese de normalidade pode induzir a riscos subestimados. Apesar destas constatações, a hipótese de normalidade mantém-se pela dificuldade de se obter alternativas”.

A não normalidade do retorno mensal trará algumas implicações para a pesquisa, principalmente a geração de resultados, fazendo com que muitos não atendam aos pressupostos exigidos pelo modelo utilizado. Para minimizar estes efeitos, foram adotadas algumas medidas corretivas com a finalidade de eliminar os dados que não se enquadrem dentro das exigências do modelo.

6.4. OBSERVAÇÕES SOBRE A METODOLOGIA ADOTADA

Como a pesquisa desenvolvida neste estudo baseia-se na replicação de uma metodologia adotada com sucesso nos mercados desenvolvidos, algumas considerações devem ser analisadas sobre a sua adaptação e sua utilização no mercado brasileiro. As considerações sobre a adaptação da metodologia compreendem os seguintes pontos:

a) Variáveis utilizadas: para a sua adaptação, houve a necessidade de adequar as variáveis usadas no teste empírico para as variáveis disponíveis e presentes no mercado brasileiro. Entre as variáveis adaptadas encontram-se:

- **Lucros anormais:** em seu trabalho original, Ball & Brown utilizaram 3(três) medidas para o lucro anormal. Os autores

utilizaram a diferença entre os lucros por ação (LPA), a variação percentual entre os lucros por ação (LPA) e Lucro esperado gerado a partir de um modelo de mercado de lucros³³. Optou-se neste trabalho por utilizar apenas uma medida de lucro anormal, a diferença entre os lucros por ação (LPA), por considerá-la a medida mais adequada para representar a aleatoriedade dos resultados das empresas (modelo *Random Walk*).

- **Índice de Mercado:** para o desenvolvimento de seu modelo de mercado, Ball & Brown utilizaram como medida de retorno do mercado o Índice de *Fisher*³⁴, ao invés de algum índice de mercado, como o *Dow Jones*, usualmente utilizado como *benchmark* para o mercado. Para sua adaptação ao mercado brasileiro, optou-se pela utilização do índice BOVESPA. Apesar de possuir características muito diferentes do Índice de *Fisher*, o índice BOVESPA foi selecionado, entre os poucos existentes no mercado brasileiro, por preencher alguns requisitos técnicos necessários³⁵ e por ser amplamente utilizado pela literatura nacional como medida representativa do comportamento do mercado acionário brasileiro.

³³ O Lucro esperado pelo Mercado de Lucros é calculado pela fórmula: $\Delta A^M_{t,t} = \Delta A_{i,t} - (g_i + h_i \Delta M_i)$, onde: g_i e h_i são parâmetros estimados conforme a regressão das diferenças nos lucros $\Delta A_{i,t}$ e as diferenças no mercado dos lucros ΔM_i .

³⁴ O índice de *Fisher* procura representar o retorno sobre um montante aplicado, em um número arbitrário de ações, num período de tempo. O retorno anual do índice é representado pela seguinte fórmula:

$$r = (V_t / V_0)^{1/t} - 1$$

onde:

V_t = valor de todas as ações no final do período

V_0 = valor de todas as ações no início do período

t = número de anos no período.

³⁵ Amplitude da presença de cotação requisitada pela pesquisa.

b) Consistência estatística do modelo utilizado: o modelo de mercado utilizado para mensurar o retorno anormal dos ativos consiste em uma regressão linear simples e, conforme Levine (2000, p.542) possui como pressupostos a normalidade, a homocedasticidade, a independência dos erros e a linearidade. No estudo original desenvolvido por Ball & Brown (1968) os pressupostos exigidos não foram atendidos em sua plenitude, conforme os próprios autores (p.163, 1968) “the stock return model, as presented, contains several obvious violations of the assumptions of the OLS regression model”. Apesar de partir de uma replicação do trabalho realizado por Ball & Brown (1968), optou-se, neste trabalho, pela implementação de um maior rigor científico na metodologia adotada. Para atender esta demanda, foram excluídos da amostra inicial, os eventos que possuíam, em sua formação, qualquer retorno anormal que não atendesse aos seguintes atributos:

- não apresentar valores para o teste³⁶ do parâmetro β , coeficiente de variação, significantes ao nível de 10%;
- não apresentar evidências de autocorrelação³⁷ dos resíduos.

A exigência de não aceitar a presença de autocorrelação dos resíduos deve-se às premissas do modelo de mercado, que se apóia na existência de um mercado eficiente na forma semi-forte. De maneira contrária, foi desconsiderada a presença de heterocedasticidade³⁸ nos eventos. A

³⁶ Deconsiderou-se o Teste-F porque no caso de modelo de regressão linear simples, o Teste-F e o Teste do parâmetro β são equivalentes.

³⁷ Para avaliar a autocorrelação dos resíduos foi adotada a estatística de Durbin-Watson.

³⁸ Para avaliar a ocorrência da Heterocedasticidade foi utilizado o teste de Pesaran-Pesaran

decisão da não exigência da presença da homocedasticidade está baseada nos seguintes pontos:

- **Índice BOVESPA:** não contempla todas as ações negociadas na bolsa, somente as consideradas líquidas, conforme os critérios de composição do índice.
- **Linearidade:** o modelo de mercado utilizado para o cálculo dos retornos anormais pressupõe uma relação linear entre os retornos do mercado e os retornos das ações.
- **Interpolação Linear:** o critério de suprir a ausência de cotações pelo método de interpolação linear, limita o movimento aleatório do retornos das ações, prejudicando o cumprimento dos pressupostos.

Com base nos fatores listados, a presença da heterocedasticidade acarreta a limitação do modelo, mas não a sua refutação. Este raciocínio vai de encontro com a abordagem sobre a presença da heterocedasticidade apontada por Hill (2000, p.243):

Se temos um modelo de regressão linear com heterocedasticidade (a hipótese $\text{var}(e_i) = \text{dp}^2$ é violada) e utilizamos o estimador de mínimos quadrados para estimar os coeficientes desconhecidos, então:

1. O estimador de mínimos quadrados ainda é um estimador linear e não-tendencioso, mas não é mais o melhor estimador linear não-tendencioso (BLUE).
2. Os desvios padrão comumente calculados para o estimador de mínimos quadrados são incorretos. Os intervalos de confiança e os testes de hipóteses que utilizam esses desvios padrão podem ser enganosos.

Uma alternativa para melhorar a consistência estatística seria a reformulação do modelo utilizado. Ao invés da forma linear, o modelo poderia apresentar um relação na forma exponencial, logarítmica, etc...

Entretanto, haveria a falta de adequação do modelo reformulado ao arcabouço teórico que sustenta o modelo de mercado em sua forma linear.

- c) Viés de Sobrevivência:** por contemplar somente parte das ações que foram negociadas ao longo do período analisado, a amostra corre o risco de não apresentar resultados consistentes com o conjunto de todas as ações negociadas. Como medida para minimizar o viés de sobrevivência foi utilizado como procedimento a formação de carteiras conforme os critérios estabelecidos para seleção.

6.5. CLASSIFICAÇÃO DAS AMOSTRAS, SUB-AMOSTRAS E CARTEIRAS

De posse dos dados selecionados, houve a aplicação da metodologia indicada promovendo a geração de um conjunto de eventos. Por intermédio das ações e correspondentes lucros por ação selecionados, foram gerados um total de 756 eventos para os eventos presentes no período de 1995 e 2001.

Após a exclusão dos eventos que não atenderam aos atributos de inclusão (descritos no item 6.3.b), a amostra final, chamada a partir deste momento de amostra “mercado”, acabou sendo constituída por um total 559 eventos de 91 empresas diferentes.

Para atender aos objetivos da pesquisa, o conjunto de eventos que compõem a amostra do mercado foram posteriormente segregados e agrupados em diferentes sub-amostras. A amostra do mercado foi dividida em função das características do mercado brasileiro discutidas no capítulo nº 4. Assim, a partir da amostra de mercado foram criadas um total de 8 (oito) sub-amostras.

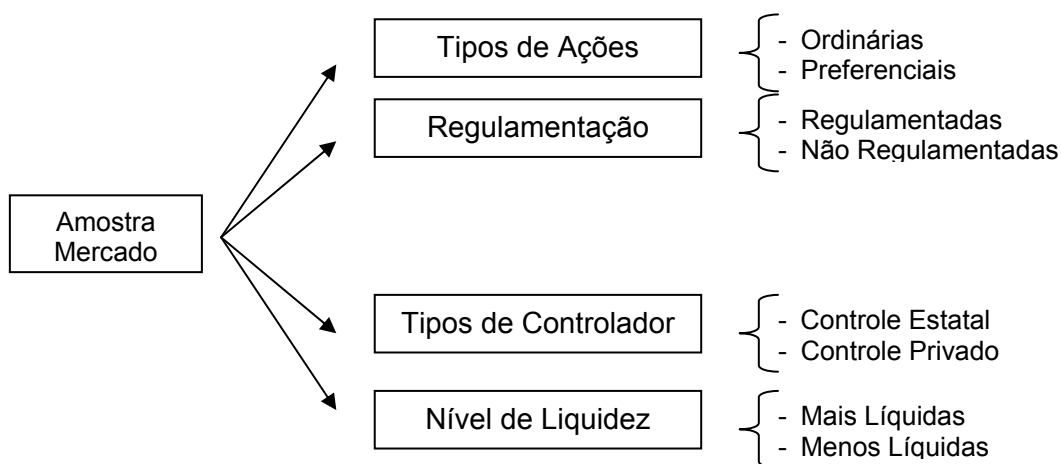


Figura 13: Sub-Amostras segregadas conforme características do mercado brasileiro

6.5.1. Tipos de Ações

Atendendo à composição acionária permitida pela legislação societária brasileira, a qual pode ser formada por ações ordinárias e preferenciais, a amostra de mercado foi dividida em 2 (duas) sub-amostras, constituídas, respectivamente, por cada tipo de ação, conforme representação abaixo:

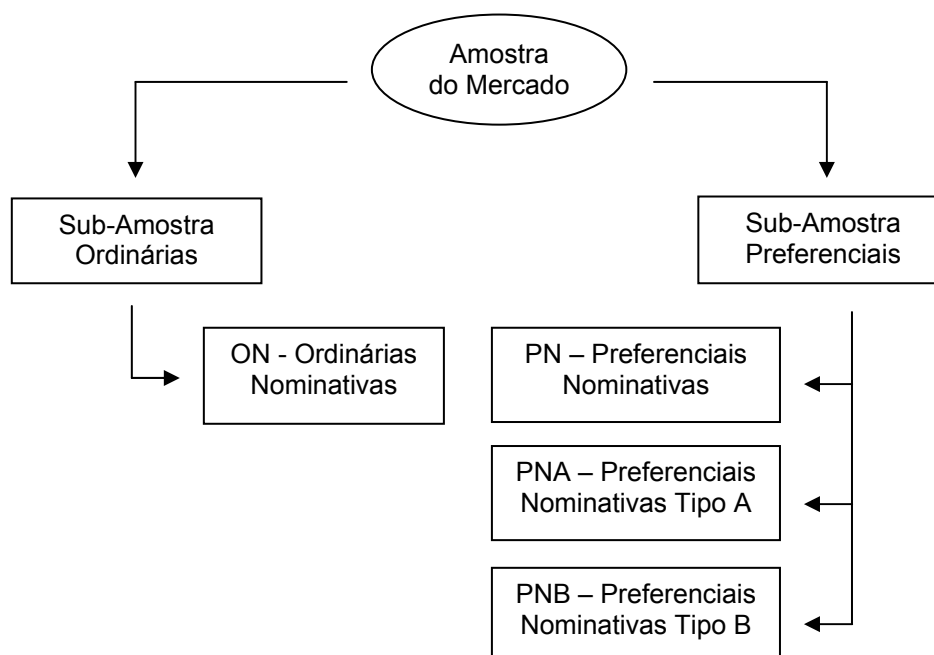


Figura 14: Sub-amostras segregadas conforme o tipo de ação

Com esta divisão, uma sub-amostra, chamada de sub-amostra “ordinárias”, foi formada com os eventos de todas as ações ordinárias, e a outra, chamada de sub-amostra “preferenciais”, com os eventos de todas as ações preferenciais.

6.5.2. Regulamentação Específica

Considerando a existência de grupos de empresas que sofrem a incidência de regulamentação específica, a amostra mercado foi dividida em 2 (duas) sub-amostras conforme os seguintes critérios:

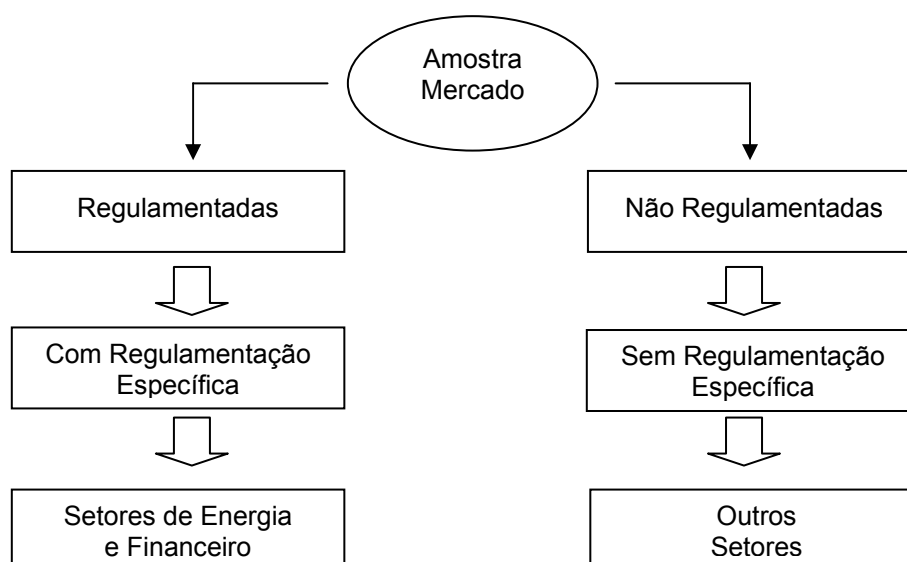


Figura 15: Sub-amostras segregadas conforme nível de Regulamentação

A primeira, chamada de “Regulamentadas”, compreendem os setores de Energia e Financeiro que possuem regulamentação específica, e a segunda, chamada de “Não Regulamentadas”, é composta pelos outros setores.

6.5.3. Tipos de Controlador

Com a intenção de observar a reação das empresas que possuem diferentes formas de comando, a amostra de mercado foi dividida em 2 (duas) sub-amostras, segregadas pelo tipo de controle conforme os seguintes critérios:

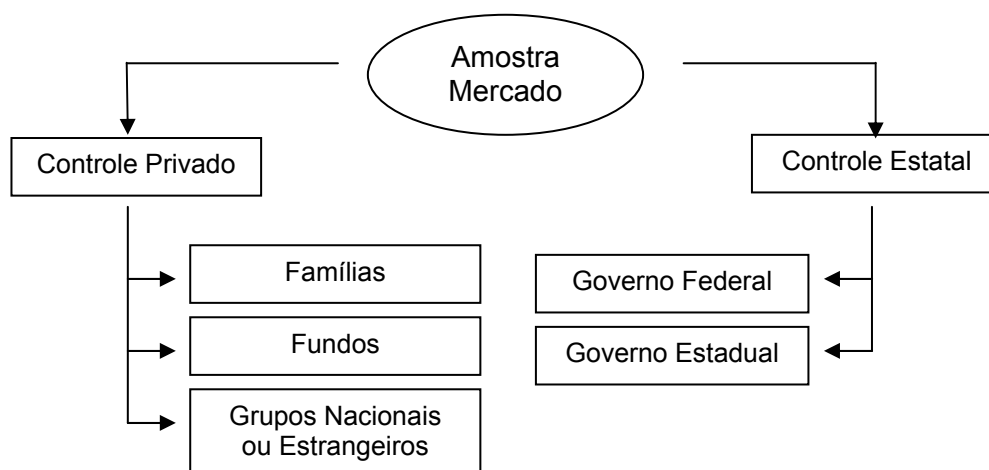


Figura 16: Sub-amostras segregadas conforme o tipo de controle

A primeira sub-amostra, chamada de “Privado”, compreende as empresas que tenham como controlador investidores privados, que compreendem tanto o capital privado interno ou externo, inclusive os grupos familiares e os investidores institucionais (fundos de pensão). Na segunda sub-amostra, chamada de “Estatal”, foram compreendidas as empresas que possuem como controladores o governo e qualquer outra empresa que mesmo não sendo pública ou de capital misto, tenha como principal controlador alguma outra empresa que possua controle estatal.

6.5.4. Concentração da Liquidez

Classificando as empresas negociadas conforme a sua liquidez, a amostra mercado foi dividida em 2 (duas) sub-amostra conforme os critérios abaixo:

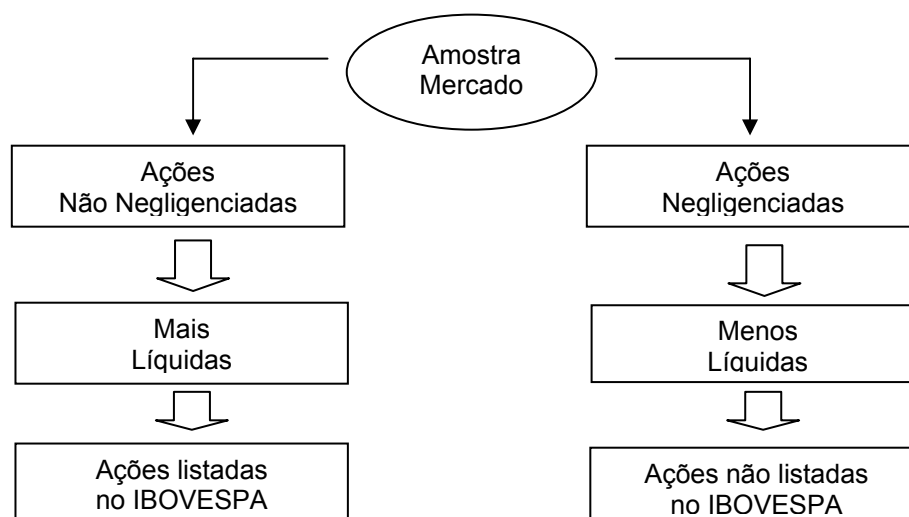


Figura 17: Sub-amostras segregadas conforme o nível de Liquidez

Em uma sub-amostra, chamada “Mais Líquidas”, foram agrupadas as ações que por comporem o índice IBOVESPA, são consideradas como as mais líquidas. E em outra sub-amostra, chamada “Menos Líquidas”, foram agrupadas todas as outras empresas negociadas.

6.5.5. Carteiras (*Bad News e Good News*)

Conforme os critérios baseados nas características do mercado brasileiro, foram segregadas 8 (oito) sub-amostras. Além destas, mais uma deve ser considerada a sub-amostra Mercado. Portanto, fazem parte do estudo um total de 9 (nove) sub-amostras listadas na tabela abaixo:

Características	#	Sub-amostra	Nº Eventos
Mercado	A	Mercado	559
Tipo de Ação	B	Ordinárias	137
	C	Preferenciais	422
Regulamentação	D	Regulamentadas	101
	E	Não regulamentadas	458
Tipo de Controle	F	Estatal	76
	G	Privados	483
Liquidez	H	Mais Líquidas	184
	I	Menos Líquidas	375

Tabela 6: Número de eventos por sub-amostras

Após esta segregação inicial, com base nas características do mercado, os eventos de cada sub-amostra foram separados entre duas carteiras. Em uma carteira, chamada de *Good News*, foram agrupados os eventos das ações das empresas que apresentaram lucro anormal positivo. De forma oposta, em outra

carteira, nomeada de *Bad News*, foram agrupados os eventos das ações das empresas que apresentaram o lucro anormal negativo.

Com a segregação das sub-amostras nas respectivas carteiras, *Good News* e *Bad News*, este estudo passou a contar, para realizar o seu objetivo, com o seguinte conjunto de sub-amostras e suas respectivas carteiras:

#	Sub-amostra	Carteiras	Retornos Anormais	Número de Eventos
A	Mercado	<i>Bad News</i>	Negativos	242
		<i>Good News</i>	Positivos	317
		Sub-Amostra	Total	559
B	Ordinárias	<i>Bad News</i>	Negativos	57
		<i>Good News</i>	Positivos	80
		Sub-Amostra	Total	137
C	Preferenciais	<i>Bad News</i>	Negativos	185
		<i>Good News</i>	Positivos	237
		Sub-Amostra	Total	422
D	Regulamentadas	<i>Bad News</i>	Negativos	44
		<i>Good News</i>	Positivos	57
		Sub-Amostra	Total	101
E	Não regulamentadas	<i>Bad News</i>	Negativos	198
		<i>Good News</i>	Positivos	260
		Sub-Amostra	Total	458
F	Estatal	<i>Bad News</i>	Negativos	31
		<i>Good News</i>	Positivos	45
		Sub-Amostra	Total	76
G	Privado	<i>Bad News</i>	Negativos	211
		<i>Good News</i>	Positivos	272
		Sub-Amostra	Total	483
H	Mais Líquidas	<i>Bad News</i>	Negativos	89
		<i>Good News</i>	Positivos	95
		Sub-Amostra	Total	184
I	Menos Líquidas	<i>Bad News</i>	Negativos	153
		<i>Good News</i>	Positivos	222
		Sub-Amostra	Total	375

Tabela 7: Relação de eventos por carteiras e sub-amostras

Por meio da evolução das carteiras, *Good News* e *Bad News*, de cada uma das sub-amostras será possível observar a influência de cada uma das características sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro.

6.5.6. Sub-Amostras Conjuntas

Com a intenção de complementar (e confirmar) os resultados encontrados nas sub-amostras segregadas por características a partir da amostra mercado, foram construídas um grupo de sub-amostras conjuntas que contemplam os eventos relativos as ações que incorporam duas características simultaneamente.

Relacionando duas características de cada vez, torna-se possível segregas as seguintes sub-amostras conjuntas:

		D	E	F	G	H	I
Sub-Amostras		Regulamentadas	Não Regulamentadas	Estatal	Privado	Mais Líquidas	Menos Líquidas
B	Ordinárias	Ordinárias e Regulam.	Ordinárias e Não Regulam.	Ordinárias e Estatal	Ordinárias e Privado	Ordinárias e Mais Liq.	Ordinárias e Menos Liq.
C	Preferenciais	Preferenciais e Regulam.	Preferenciais e Não Regulam.	Preferenciais e Estatal	Preferenciais e Privado	Preferenciais e Mais Liq.	Preferenciais e Menos Liq.
D	Regulam.			Regulamen. e Estatal	Regulamen. e Privado	Regulamen. e Mais Liq.	Regulamen. e Menos Liq.
E	Não Regulam.			Não Regul. e Estatal	Não Regul. e Privado	Não Regul. e Mais Liq.	Não Regul. e Menos Liq.
F	Estatal					Estatal e Mais Liq.	Estatal e Menos Liq.
G	Privado					Privado e Mais Liq.	Privado e Menos Liq.

Quadro 15: Relação de sub-amostras conjuntas possíveis

De posse dos eventos que compõem a amostra Mercado, foram segregadas 24 (vinte e quatro) sub-amostras conjuntas com base em eventos que atendessem a duas características.

		D	E	F	G	H	I
Sub-Amostras		Regulamentadas	Não Regulamentadas	Estatal	Privado	Mais Líquidas	Menos Líquidas
B	Ordinárias	52	85	36	101	34	103
C	Preferenciais	49	373	40	382	150	272
D	Regulamentadas			41	60	52	49
E	Não Regulamentadas			35	423	132	326
F	Estatal					52	24
G	Privado					132	351

Tabela 8: Tabela Contingência (Nº eventos por sub-amostra conjunta)

Sobre as sub-amostras conjuntas foi aplicada a mesma metodologia adotada sobre as sub-amostras previamente segregadas, de acordo com as características do mercado brasileiro. As sub-amostras conjuntas possuem basicamente um caráter exploratório. Entretanto, as evidências encontradas sob as memas servirão para confirmar e ampliar os resultados encontrados sobre as hipóteses presentes nesta pesquisa.

7. RESULTADOS

Durante o desenvolvimento deste item se encontram comentados os resultados encontrados no teste empírico aplicado sobre as sub-amostras selecionadas. Devido ao amplo conjunto de sub-amostras envolvidas no trabalho, os resultados foram apresentados separadamente, por sub-amostras, de acordo com os critérios de segmentação (característica do mercado acionário brasileiro) apresentados no item 6.4.

Para cada uma das sub-amostras foram gerados, respectivamente, uma representação gráfica e uma tabela nos quais são apresentadas e descritas a evolução do IPRA (Índice de Performance do Retorno Acumulado) de cada uma das carteiras (*Bad News* e *Good News*) de cada sub-amostra.

#	Sub-amostras	Carteiras		Total
		<i>Bad News</i>	<i>Good News</i>	
A	Mercado	242	317	559
B	Ordinárias	57	80	137
C	Preferenciais	185	237	422
D	Regulamentadas	44	57	101
E	Não regulamentadas	169	260	458
F	Estatal	31	45	76
G	Privado	211	272	483
H	Mais Líquidas	89	95	184
I	Menor Líquidas	153	222	375

Tabela 9: Tabela de contingência (Nº eventos por carteira em cada sub-amostra)

7.1. SUB-AMOSTRA A: MERCADO

Esta sub-amostra contempla todos os eventos selecionados e representa o comportamento de todo o mercado em relação à divulgação dos resultados contábeis.

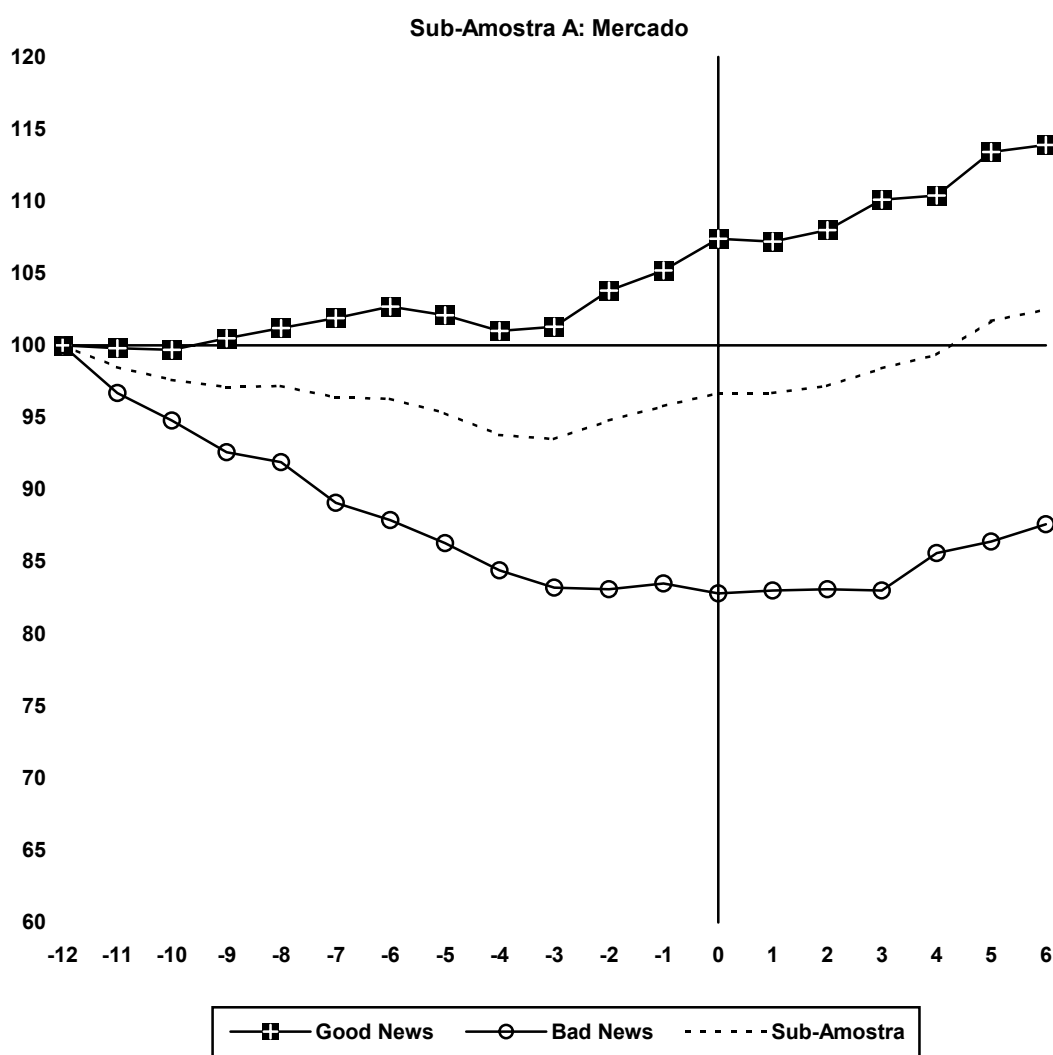


Gráfico 3: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra A: Mercado

De acordo com as variações descritas no Gráfico 3, observa-se que as carteiras de retornos anormais *Good News* e *Bad News* evoluíram na mesma direção que os lucros anormais. Essas variações são similares com as encontradas na literatura, inclusive no trabalho de Ball & Brown, indicando a relevância dos resultados contábeis divulgados para o mercado.

Apesar de variarem na mesma direção dos lucros anormais, verifica-se um comportamento assimétrico dado que as carteiras apresentam um comportamento diferente em relação à divulgação. Enquanto a carteira *Bad News* antecipa a variação dos lucros anormais negativos, apresentando um decréscimo a partir do início da série (-12) até a data de divulgação (0), a carteira com retornos anormais positivos (*good news*) seguiu a mesma tendência dos resultados a serem divulgados, embora de forma postecipada, passando a apresentar crescimento consistente apenas em momentos próximos, data (-3), e posteriores à divulgação dos lucros anormais positivos.

Sub-Amostra A: Mercado				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	99,8	96,7	98,5	1,90 **
-10	99,7	94,8	97,6	1,95 **
-9	100,5	92,6	97,1	3,01 **
-8	101,2	91,9	97,2	2,90 *
-7	101,9	89,1	96,4	3,87 *
-6	102,7	87,9	96,3	3,93 *
-5	102,1	86,3	95,3	3,96 *
-4	101,0	84,4	93,8	3,62 *
-3	101,3	83,2	93,5	3,71 *
-2	103,8	83,1	94,8	3,75 *
-1	105,2	83,5	95,8	3,74 *
0	107,4	82,8	96,7	4,31 *
+1	107,2	83,0	96,7	4,27 *
+2	108,0	83,1	97,2	4,16 *
+3	110,1	83,0	98,4	4,07 *
+4	110,4	85,6	99,7	3,45 *
+5	113,4	86,4	101,7	3,61 *
+6	113,9	87,6	102,5	3,24 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 10: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra A: Mercado

Adicionalmente, foram observadas, conforme os dados listados na Tabela 10, que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foram significantes durante todo o período analisado, sendo ao nível de 5% para os três primeiros meses e ao nível de 1% para o restante do período analisado.

Apesar da falta de assimetria, as evidências encontradas sobre a sub-amostra “Mercado” confirmam a Hipótese de que os preços são afetados, antecipando e evoluindo na mesma direção dos lucros divulgados, demonstrando a relevância das informações contábeis para o mercado.

7.2. TIPO DE AÇÕES

7.2.1. Sub-Amostra B: Ordinárias

Esta sub-amostra contempla apenas os eventos realizados por todas as ações do tipo ordinária presentes na sub-amostra mercado.

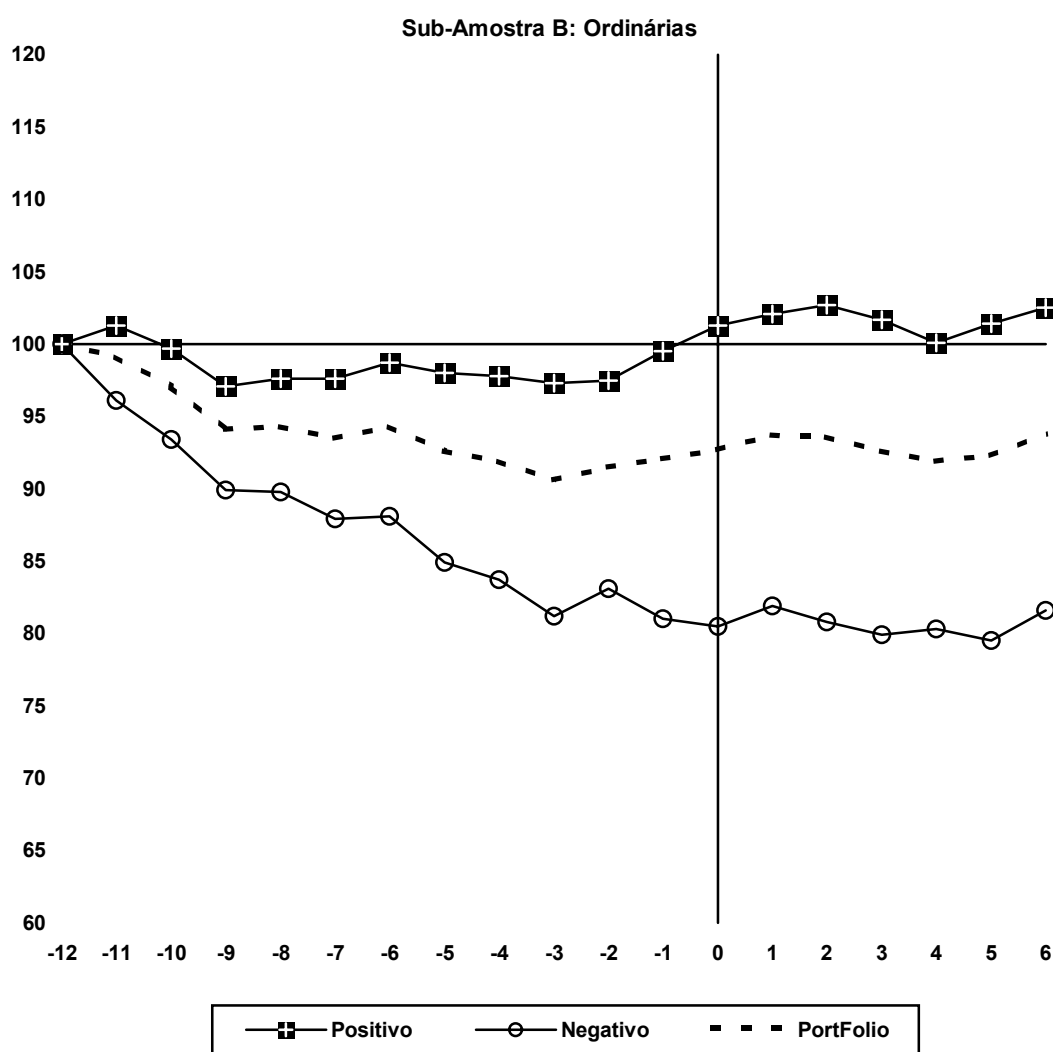


Gráfico 4: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra B: Ordinárias

De acordo com as variações descritas no Gráfico 4, observa-se que as carteiras apresentaram um comportamento assimétrico. Somente a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos, evoluiu na mesma direção que os lucros anormais negativos. A carteira com retornos anormais positivos, *Good News*, apresentou comportamento indiferente dos lucros anormais positivos, não demonstrando tendência definida em qualquer momento dos período analisado.

Sub-Amostra B: Ordinárias				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	101,3	96,1	99,1	2,77 *
-10	99,7	93,4	97,1	2,08 **
-9	97,1	89,9	94,1	1,80
-8	97,6	89,8	94,3	1,80
-7	97,6	87,9	93,5	2,14 **
-6	98,7	88,1	94,3	2,00 **
-5	98,0	84,9	92,6	2,38 **
-4	97,8	83,7	91,9	2,40 **
-3	97,3	81,2	90,6	2,52 **
-2	97,5	83,1	91,5	1,85
-1	99,5	81,7	92,1	2,33 **
0	101,3	80,5	92,7	2,66 *
+1	102,1	81,9	93,7	2,41 **
+2	102,7	80,8	93,6	2,53 **
+3	101,7	79,9	92,6	2,47 **
+4	100,1	80,3	91,9	2,28 **
+5	101,4	79,5	92,3	2,55 **
+6	102,5	81,6	93,8	2,30 **

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 11: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra: Ordinárias

Com base nos dados listados na Tabela 11, verifica-se que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foi significativa, ao nível de 5% ou 1%, por quase todo o período analisado, com exceção dos meses (-9), (-8) e (-2).

As evidências encontradas confirmam parcialmente a hipótese sobre a não reação dos preços à divulgação dos resultados contábeis para as ações ordinárias. As evidências encontradas indicam a não relevância do resultado contábil somente para os casos de lucros anormais negativos. No caso de lucro anormal positivo, as

evidências indicam que, para o acionista ordinário, as informações contábeis divulgadas perdem relevância para outras fontes de informações.

7.2.2. Sub-Amostra C: Preferenciais

Esta sub-amostra contempla apenas os eventos realizados por todas as ações do tipo preferencial presentes na sub-amostra “mercado”.

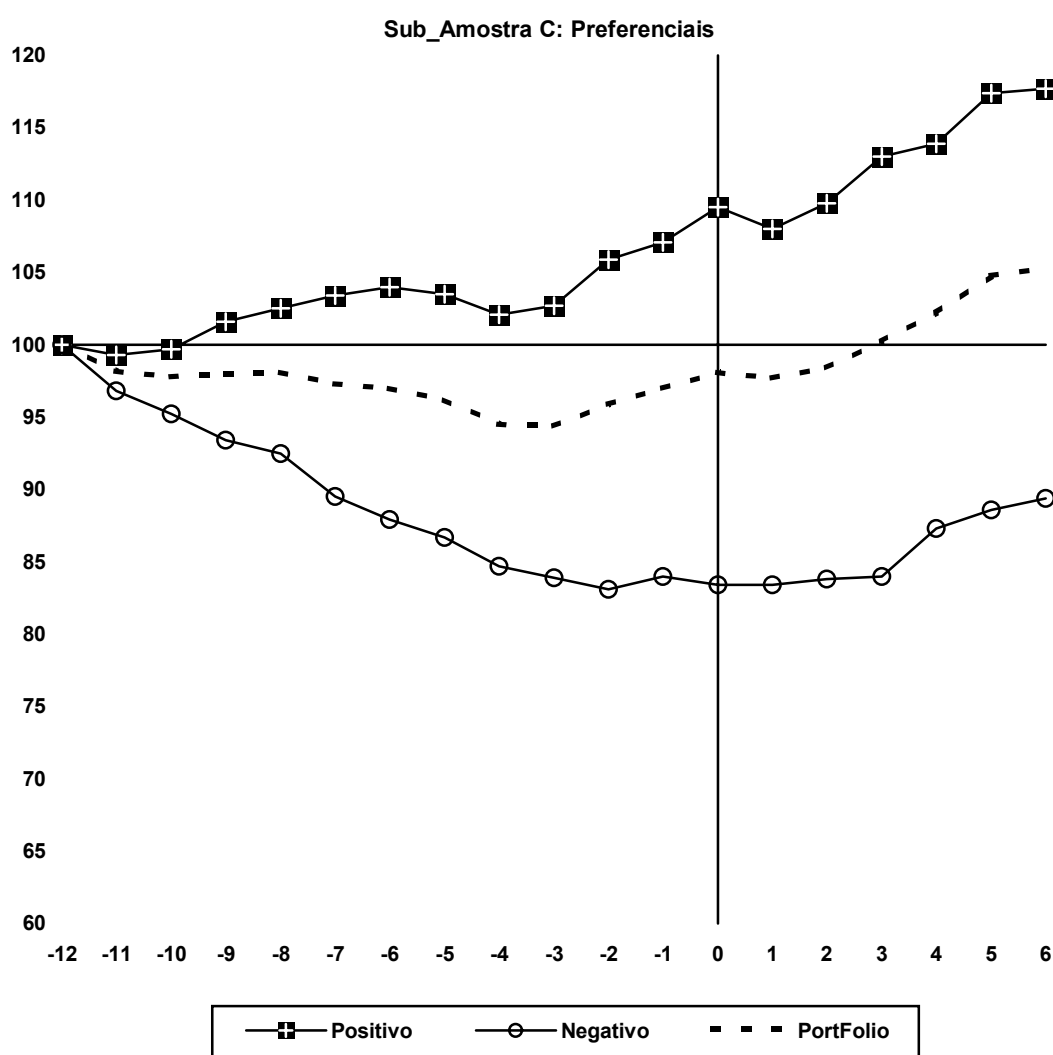


Gráfico 5: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra C: Preferenciais

De acordo com as variações descritas no Gráfico 5, observa-se que as carteiras de retornos anormais *Good News* e *Bad News*, evoluíram na mesma direção que os lucros anormais, mas com desempenho diferentes.

Foi verificado um comportamento assimétrico entre as carteiras. À medida que a carteira *Bad News* antecipa a variação dos lucros anormais negativos, a carteira *Good News* tende a variar positivamente somente em momentos próximos e posteriores à divulgação dos lucros anormais positivos.

Sub-Amostra C: Preferenciais				
#	Random-Walk			Teste – z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	99,3	96,8	98,2	1,81
-10	99,7	95,2	97,8	2,07 **
-9	101,6	93,4	98,0	3,14 *
-8	102,5	92,5	98,1	3,12 *
-7	103,4	89,5	97,3	4,13 *
-6	104,0	87,9	97,0	4,43 *
-5	103,5	86,7	96,2	4,13 *
-4	102,1	84,7	94,5	3,88 *
-3	102,7	83,9	94,4	3,95 *
-2	105,9	83,1	95,9	4,28 *
-1	107,1	84,0	97,0	4,05 *
0	109,5	83,4	98,1	4,55 *
+1	108,9	83,4	97,7	4,57 *
+2	109,8	83,8	98,4	4,40 *
+3	113,0	84,0	100,2	4,28 *
+4	113,9	87,3	102,2	3,71 *
+5	117,4	88,6	104,8	3,83 *
+6	117,7	89,4	105,3	3,51 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 12: Índice Performance (IPRA) por Carteira, Sub-Amostra D: Preferenciais

Em relação aos dados listados na Tabela 12, verifica-se que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foi significativa, a partir do mês (-10), ao nível de 5% ou 1%.

As evidências encontradas confirmam a hipótese de reação dos preços à divulgação dos resultados contábeis, demonstrando a relevância das informações contábeis para o acionista preferencial.

7.3. REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA

7.3.1. Sub-Amostra D: Regulamentadas

Esta sub-amostra contempla apenas os eventos realizados pelas ações, presentes na sub-amostra “Mercado”, de empresas (dos setores financeiro e elétrico) que sofrem a incidência de regulamentação específica sobre a contabilidade.

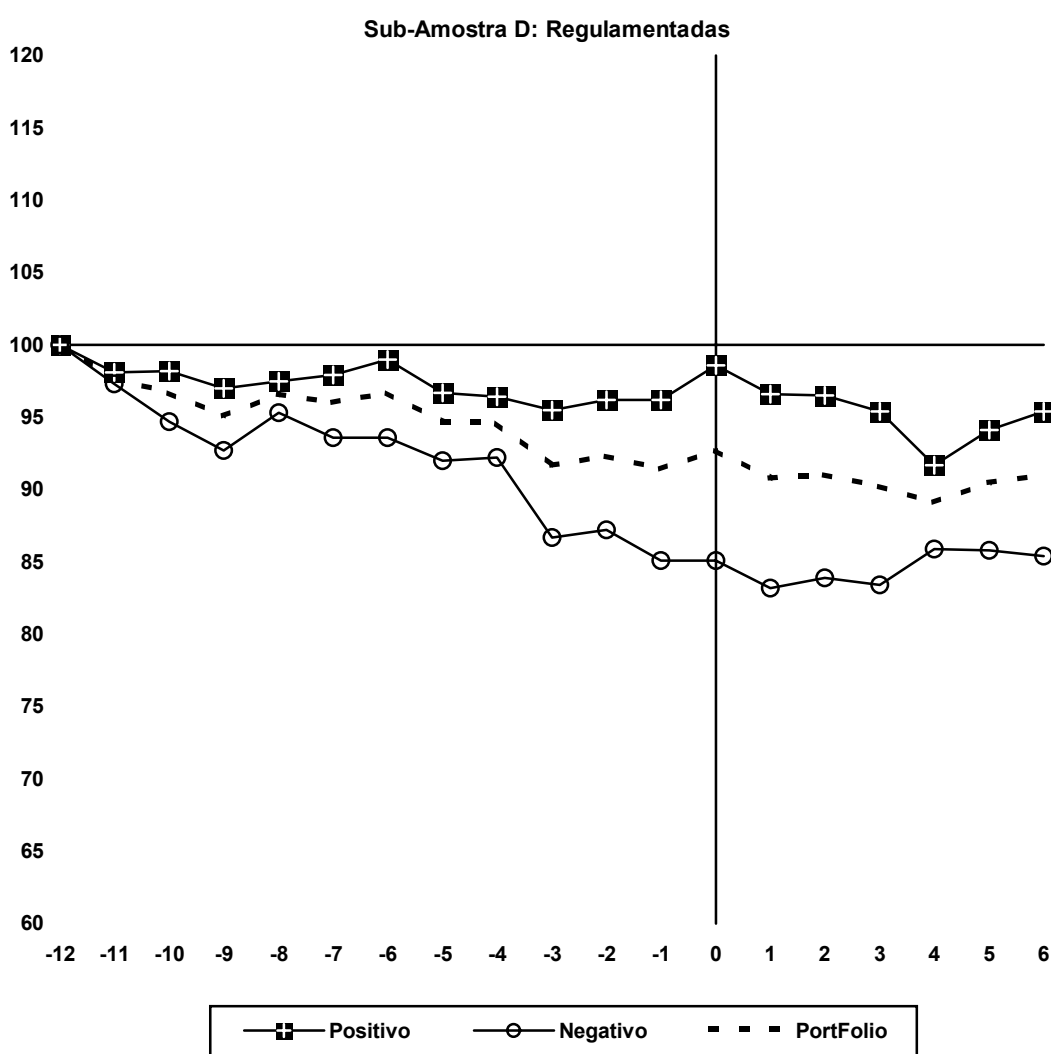


Gráfico 6: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra D: Regulamentadas

De acordo com as variações descritas no Gráfico 6, observa-se que entre as duas carteiras, apenas a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos,

evoluiu na mesma direção que os lucros anormais negativos, enquanto a carteira *Good News*, com retornos anormais positivos, evoluiu com uma tendência oposta e indefinida aos lucros anormais positivos, em todo o período analisado.

Sub-Amostra D: Regulamentadas				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	98,1	97,3	97,7	0,30
-10	98,2	94,7	96,7	0,88
-9	97,0	92,7	95,1	0,86
-8	97,5	95,3	96,6	0,31
-7	97,9	93,6	96,0	0,60
-6	99,0	93,6	96,7	0,71
-5	96,7	92,0	94,7	0,62
-4	96,4	92,2	94,6	0,47
-3	95,5	86,7	91,7	1,18
-2	96,2	87,2	92,3	1,02
-1	96,2	85,1	91,4	1,13
0	98,6	85,1	92,7	1,28
+1	96,6	83,2	90,8	1,33
+2	96,5	83,9	91,0	1,23
+3	95,4	83,4	90,2	1,19
+4	91,7	85,9	89,1	0,55
+5	94,1	85,8	90,5	0,79
+6	95,4	85,4	91,0	0,93

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 13: Índice Performance (IPRA) p/ Carteira, Sub-Amostra E: Regulamentadas

Através do resultados do teste de diferença entre as médias listados na tabela 13, comprova-se que as médias não são diferentes em todo intervalo (-12 a +6) ao nível de significância de 1% e 5%.

Por apresentarem retornos estatisticamente iguais, a evolução das carteiras, *Good News* e *Bad News*, não representam evidências consistentes para a confirmação ou refutação da hipótese sobre a não reação dos preços à divulgação dos resultados contábeis.

7.3.2. Sub-Amostra E: Não Regulamentadas

Esta sub-amostra contempla apenas os eventos realizados pelas ações, presentes na sub-amostra “Mercado”, de empresas que não sofrem a incidência de regulamentação específica sobre a contabilidade.

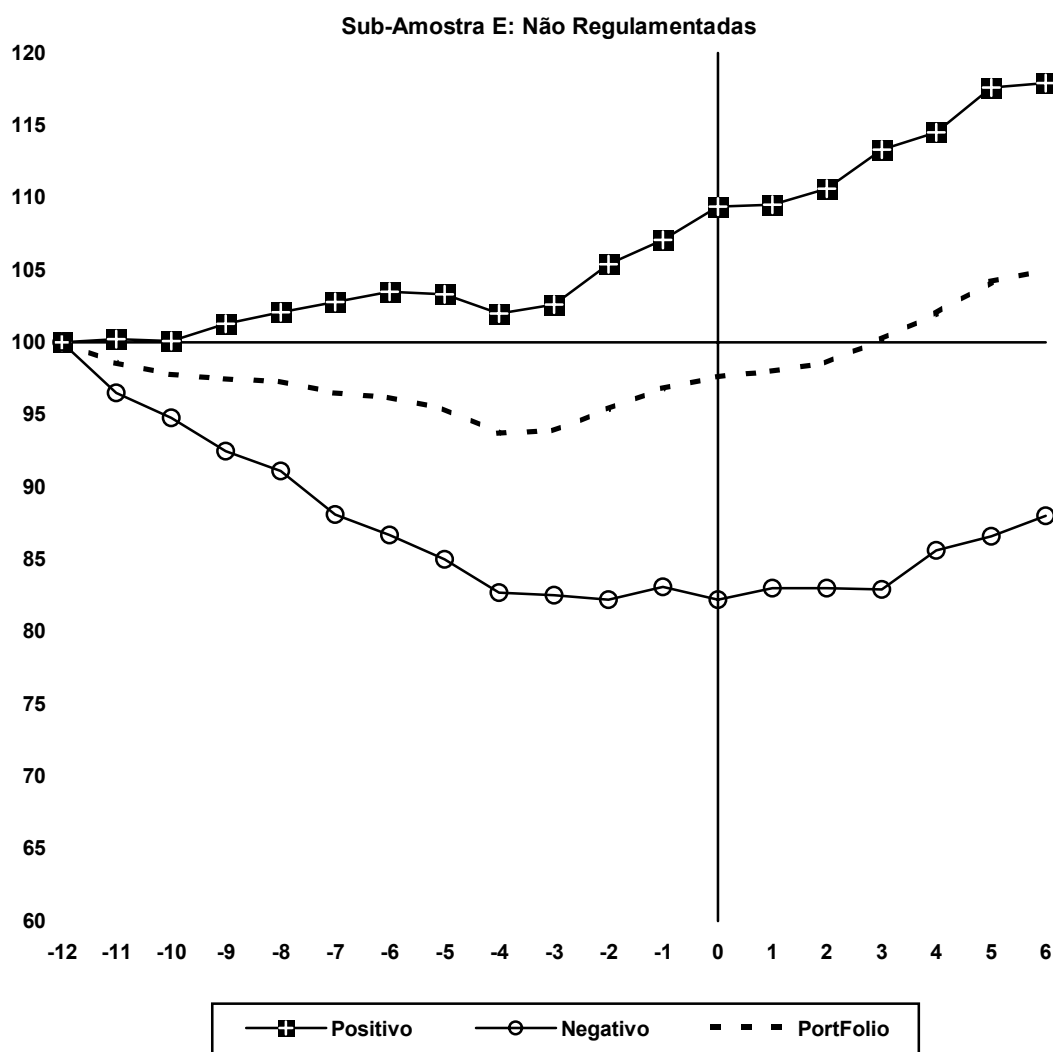


Gráfico 7: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra E: Não Regulamentadas

De acordo com as variações descritas no Gráfico 7, observa-se que as carteiras, *Good News* e *Bad News*, da sub-amostra Não Regulamentadas, evoluíram, de forma similar ao registrado pela sub-amostra Mercado, na mesma direção que os lucros anormais.

Além da variação, também foi verificado um comportamento assimétrico caracterizado pelos movimentos de cada carteira. Enquanto a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos, possui a capacidade de antecipar os lucros anormais negativos, a carteira *Good News* passa a seguir a direção dos lucros anormais de forma consistente somente em momentos próximos ou posteriores à data de divulgação dos resultados contábeis.

Sub-Amostra E: Não Regulamentadas					
#	Random-Walk			Teste - z	
	Positivo	Negativo	Carteira		
-12	100,0	100,0	100,0	-	
-11	100,2	96,5	98,6	2,01	*
-10	100,1	94,8	97,8	1,80	
-9	101,3	92,5	97,5	3,04	*
-8	102,1	91,1	97,3	3,33	*
-7	102,8	88,1	96,5	4,29	*
-6	103,5	86,7	96,2	4,30	*
-5	103,3	85,0	95,4	4,29	*
-4	102,0	82,7	93,7	4,03	*
-3	102,6	82,5	93,9	3,66	*
-2	105,4	82,2	95,4	3,78	*
-1	107,1	83,1	96,8	3,71	*
0	109,4	82,2	97,6	4,31	*
+1	109,5	83,0	98,0	4,23	*
+2	110,6	83,0	98,6	4,13	*
+3	113,3	82,9	100,2	4,01	*
+4	114,5	85,6	102,0	3,56	*
+5	117,6	86,6	104,2	3,64	*
+6	117,9	88,0	105,0	3,17	*

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 14: Índice Performance p/ Carteira, Sub-Amostra E: Não Regulamentadas

Verificou-se, conforme os dados listados na Tabela 14, que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras presentes na sub-amostra Não Regulamentadas foi estatisticamente significativa em todo o período analisado, menos no mês (-10), ao nível de 1% a partir do mês (-9).

A evolução de cada uma das carteiras confirmam a hipótese de que os preços das ações reagem à divulgação dos resultados contábeis, demonstrando a

relevância das informações contábeis para os investidores de empresas não regulamentadas.

7.4. TIPOS DE CONTROLE

7.4.1. Sub-Amostra F: Controle Estatal

Esta sub-amostra é composta apenas pelo eventos relativos às ações, entre as presentes na sub-amostra Mercado, das empresas que possuem como principal controlador o Governo (Federal ou Estadual).

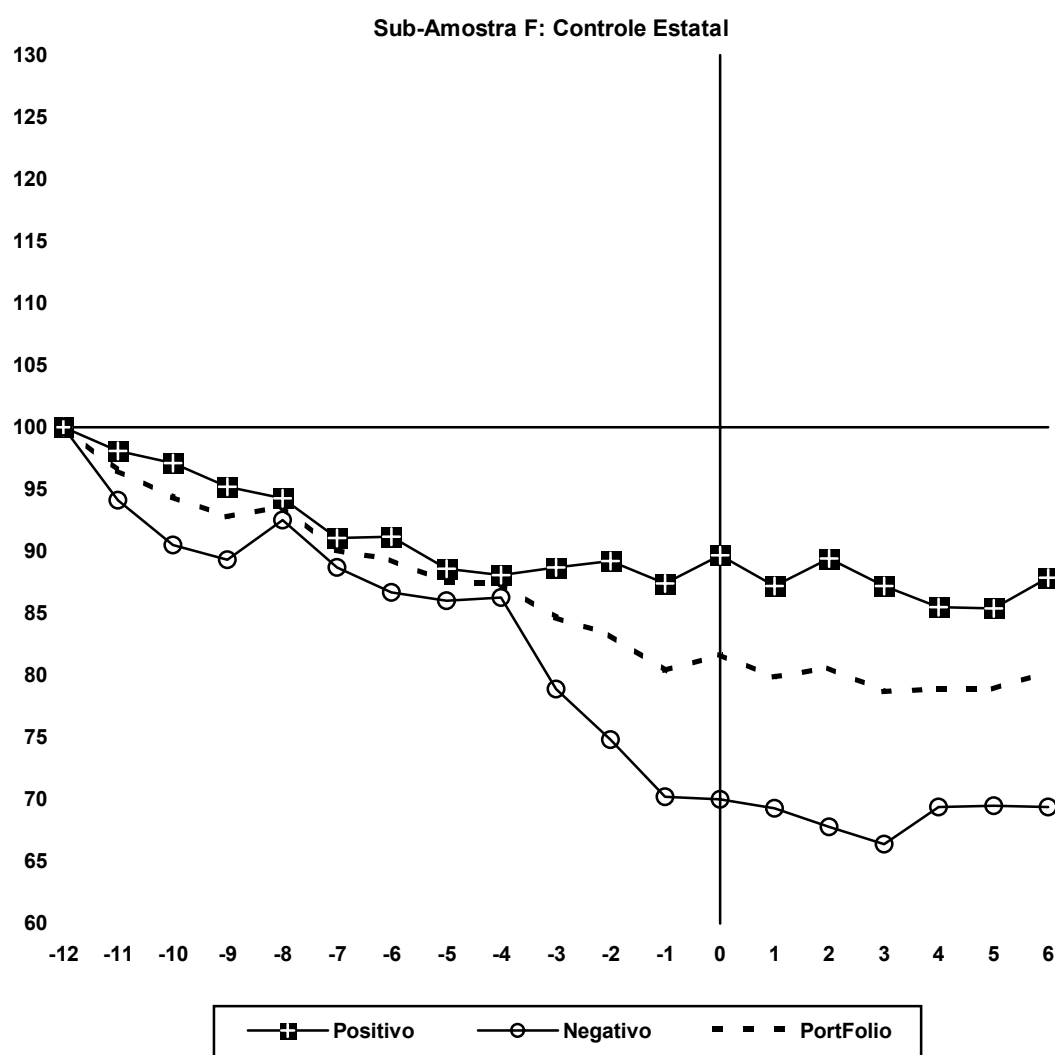


Gráfico 8: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra F: Estatal

De acordo com as variações descritas no Gráfico 8, observa-se que entre as carteiras da sub-amostra Controle Estatal, somente a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos, evoluiu na mesma direção que os lucros anormais esperados. De forma contrária, a carteira com retornos anormais positivos, *Good News*, evoluíram na direção oposta dos lucros anormais positivos.

Sub-Amostra F: Controle Estatal				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	98,1	94,1	96,5	1,08
-10	97,1	90,5	94,4	1,24
-9	95,2	89,3	92,8	1,06
-8	94,3	92,5	93,6	0,21
-7	91,1	88,7	90,1	0,27
-6	91,2	86,7	89,3	0,47
-5	88,6	86,0	87,5	0,26
-4	88,1	86,3	87,4	0,16
-3	88,7	78,9	84,7	1,02
-2	89,2	74,8	83,3	1,33
-1	87,4	70,2	80,4	1,43
0	89,7	70,0	81,7	1,52
+1	87,2	69,3	79,9	1,56
+2	89,4	67,8	80,6	1,96
+3	87,2	66,4	78,7	1,88
+4	85,5	69,4	78,9	1,32
+5	85,4	69,5	78,9	1,27
+6	87,9	69,4	80,3	1,43

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 15: Índice Performance (IPRA) p/ Carteira, Sub-Amostra F: Estatal

Conforme os dados listados na Tabela 15, observa-se que as médias dos retornos das carteiras não foram estatisticamente diferentes, nem a 5% e nem a 1%, em nenhum mês durante o intervalo analisado.

À medida que os retornos das carteiras não são estatisticamente diferentes, as evoluções das carteiras não representam evidências que possam confirmar ou refutar a hipótese sobre a não reação das ações de empresas com controle estatal à divulgação dos resultados contábeis.

7.4.2. Sub-Amostra G: Controle Privado

Esta sub-amostra é composta apenas pelo eventos relativos às ações, entre as presentes na sub-amostra Mercado, das empresas que possuem como principal controlador grupos familiares, grupos empresariais nacionais ou estrangeiros, ou fundos de pensão.

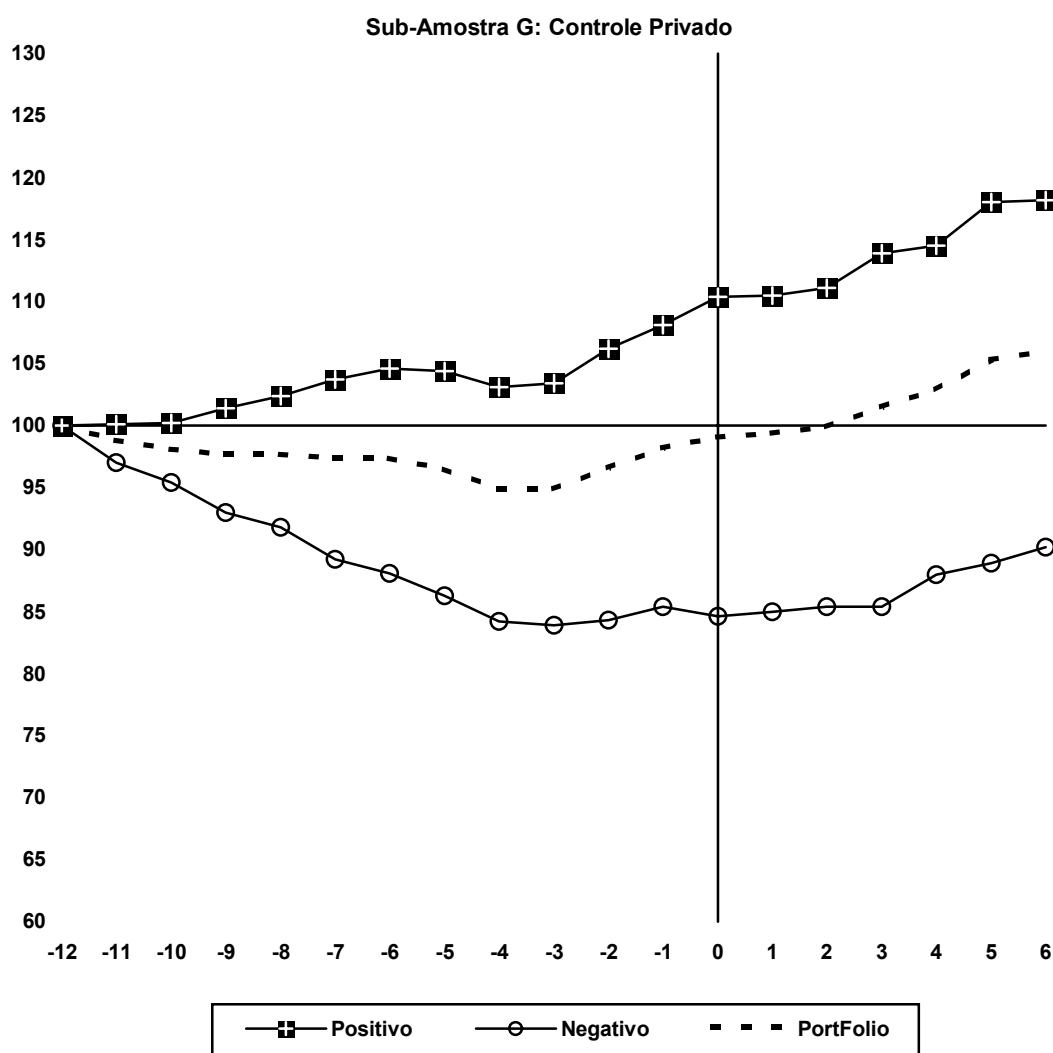


Gráfico 9: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra G: Privado

De acordo com as variações descritas no Gráfico 9, observa-se que as carteiras da sub-amostra Controle Privado tiveram um desempenho similar ao apresentado pelas carteiras presentes na sub-amostra Mercado, onde as carteiras

de retornos anormais *Good news* e *Bad news*, evoluíram na mesma direção que os lucros anormais.

Apesar de seguirem os lucros anormais esperados, verificou-se um comportamento assimétrico entre as carteiras. À medida que a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos antecipa os lucros anormais negativos, a carteira *Good News* passa a seguir a direção dos lucros anormais de forma consistente somente em momentos próximos ou posteriores à data de divulgação dos resultados contábeis.

Sub-Amostra G: Controle Privado				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	100,1	97,0	98,8	2,61 *
-10	100,2	95,4	98,1	2,48 **
-9	101,4	93,0	97,7	3,48 *
-8	102,4	91,8	97,7	3,88 *
-7	103,7	89,2	97,4	5,02 *
-6	104,6	88,1	97,4	5,17 *
-5	104,4	86,3	96,5	5,06 *
-4	103,1	84,2	94,9	4,92 *
-3	103,4	83,9	94,9	4,57 *
-2	106,2	84,3	96,6	4,51 *
-1	108,1	85,4	98,2	4,49 *
0	110,4	85,0	99,1	5,08 *
+1	110,5	85,4	99,4	5,00 *
+2	111,1	85,4	99,9	4,77 *
+3	113,9	85,4	101,5	4,64 *
+4	114,5	88,0	102,9	4,13 *
+5	118,0	88,9	105,3	4,35 *
+6	118,2	90,2	106,0	3,89 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 16: Índice Performance (IPRA) p/ Carteira, Sub-Amostra G: Privado

Outra medida que confirma a evolução oposta entre as carteiras, foi a verificação da diferença entre os respectivos índices de retornos acumulados. No período analisado, verificou-se, conforme a Tabela 16, que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foi estatisticamente diferente.

As evidências encontradas, com base na evolução das carteiras *Bad News* e *Good News*, confirmam a relevância dos resultados contábeis divulgados para os investidores em ações de empresas sobre controle privado.

7.5. CONCENTRAÇÃO DA LIQUIDEZ

7.5.1. Sub-Amostra H: Mais Líquidas (IBOVESPA)

Esta amostra é composta por aqueles eventos relativos às ações não negligenciadas, que conforme o critério de liquidez, são consideradas as ações que possuem o maior nível liquidez.

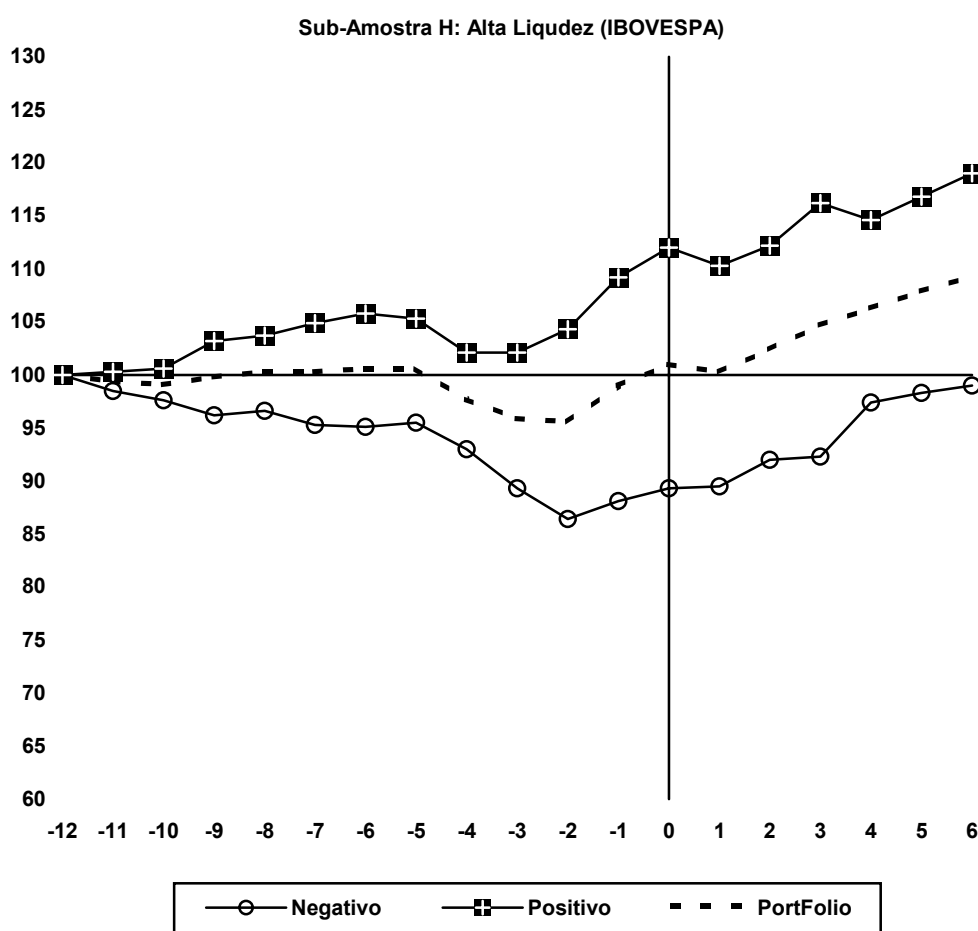


Gráfico 10: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra H: Mais Líquidas (IBOVESPA)

De acordo com as variações descritas no Gráfico 10, observa-se que as carteiras, *Good News* e *Bad News*, da sub-amostra Mais Líquidas, evoluíram na mesma direção que os lucros anormais.

Entretanto, deve-se ressaltar duas considerações sobre as evoluções das carteiras. A primeira refere-se à falta de simetria, demonstrando que os retornos respondem de forma diferente à divulgação dos resultados. E a segunda refere-se ao momento inicial em que as carteiras respondem de forma consistente à divulgação dos resultados contábeis. As carteiras passam a responder em momentos próximos à divulgação, enquanto a carteira *Good News* cresce constantemente a partir da data (-4), a carteira *Bad News* decresce a partir da data (-5).

Sub-Amostra H: Mais Liquidez (IBOVESPA)				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	100,3	98,5	99,4	0,89
-10	100,6	97,6	99,1	1,05
-9	103,2	96,2	99,8	1,85
-8	103,7	96,6	100,3	1,51
-7	104,9	95,3	100,3	1,95
-6	105,8	95,1	100,6	2,04 **
-5	105,3	95,5	100,6	1,65
-4	102,1	93,0	97,7	1,41
-3	102,1	89,3	95,9	1,97 **
-2	104,3	86,4	95,6	2,54 **
-1	109,2	88,1	99,0	2,28 **
0	112,0	89,3	101,0	2,45 **
+1	110,3	89,5	100,3	2,37 **
+2	112,2	92,0	102,4	2,10 **
+3	116,2	92,3	104,7	2,04 **
+4	114,6	97,4	106,3	1,45
+5	116,8	98,3	107,9	1,53
+6	119,0	99,0	109,3	1,47

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 17: Índice Performance (IPRA) p/ Carteira, Sub-Amostra H: Alta Liquidez

Conforme os dados listados na Tabela 17, observa-se que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras presentes na sub-amostra Mais Líquidas não foi estatisticamente significativa em todo o período analisado. Os retornos anormais entre as carteiras foram estatisticamente diferentes, ao nível de 5%, somente nas datas (-6) e no período de (-3) a (+3).

As evidências encontradas confirmam parcialmente a hipótese de que as ações com maior liquidez reagem à divulgação dos resultados contábeis. Com base nas evoluções das carteiras, verifica-se que os preços reagem apenas em momentos próximos à divulgação das informações. A reação das carteiras em momentos próximos à data do evento reflete a fixação funcional dos investidores nos resultados esperados para o curto prazo.

7.5.2. Sub-Amostra I: Menos Liquidez (Não-IBOVESPA)

Esta sub-amostra, Menos Liquidez, é formada por aqueles eventos relativos às ações negligenciadas, que conforme o critério de liquidez, são consideradas as ações que foram menos negociadas.

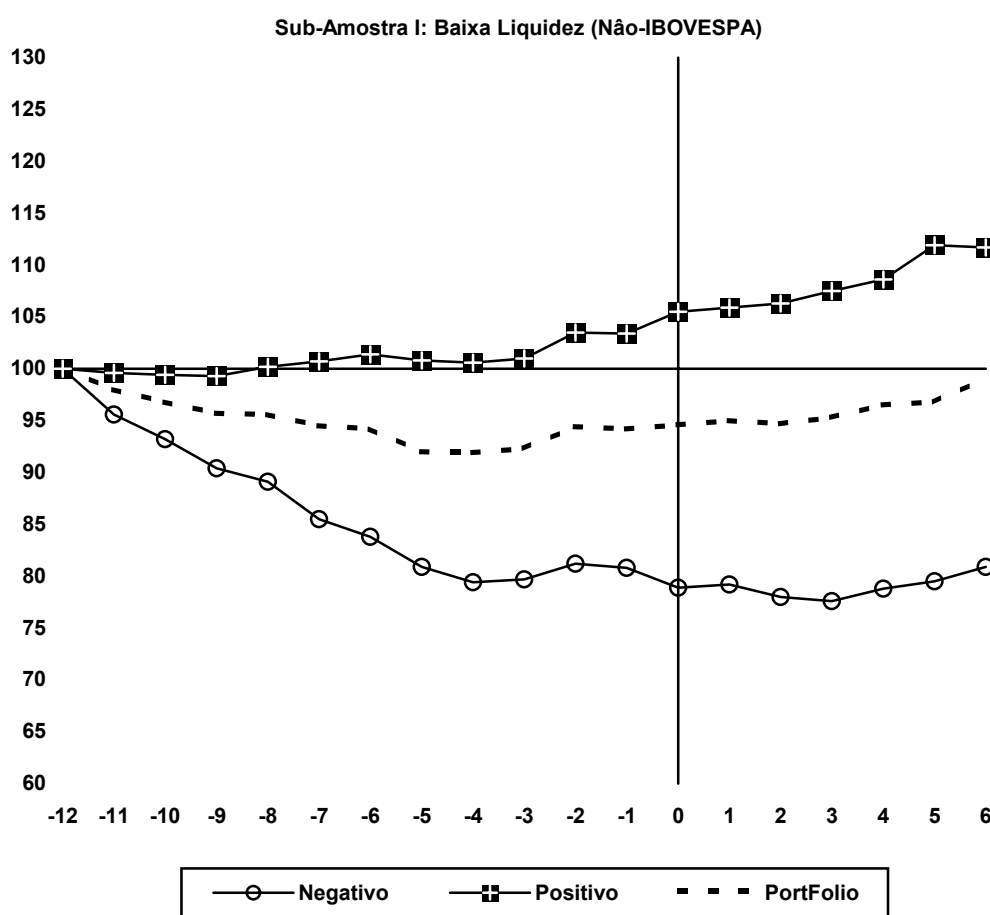


Gráfico 11: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra I: Menos Liquidas

Conforme as variações descritas no Gráfico 11, observa-se que as carteiras de retornos anormais, *Good News* e *Bad News*, da sub-amostra Menos Líquidas, evoluíram, mesmo com desempenho diferentes, na mesma direção dos lucros anormais esperados.

O comportamento registrado foi similar ao apresentado pela sub-amostra Mercado, não sendo observado um comportamento assimétrico. A carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos, antecipa os lucros anormais negativos de forma contínua até momentos próximos à divulgação. E a carteira *Good News*, com retornos anormais positivos, varia e passa a seguir a direção dos lucros anormais somente em momentos próximos ou posteriores à data de divulgação dos resultados contábeis.

Sub-Amostra I: Menos Liquidez (Não-IBOVESPA)				
#	Random-Walk			Teste - z
	Positivo	Negativo	Carteira	
-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	99,6	95,6	98,0	2,96 *
-10	99,4	93,2	96,8	2,68 *
-9	99,3	90,4	95,7	3,30 *
-8	100,2	89,1	95,6	3,57 *
-7	100,7	85,5	94,5	4,62 *
-6	101,4	83,8	94,2	4,83 *
-5	100,8	80,9	92,7	5,09 *
-4	100,6	79,4	91,9	4,91 *
-3	101,0	79,7	92,3	4,44 *
-2	103,5	81,2	94,4	3,99 *
-1	103,4	80,8	94,2	4,28 *
0	105,5	78,9	94,6	4,94 *
+1	105,9	79,2	95,0	4,83 *
+2	106,3	78,0	94,7	5,05 *
+3	107,5	77,6	95,3	5,00 *
+4	108,6	78,8	96,5	4,72 *
+5	111,9	79,5	98,7	4,81 *
+6	111,7	80,9	99,1	4,38 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Tabela 18: Índice Performance (IPRA) p/ Carteira, Sub-Amostra I: Menos Liquidez

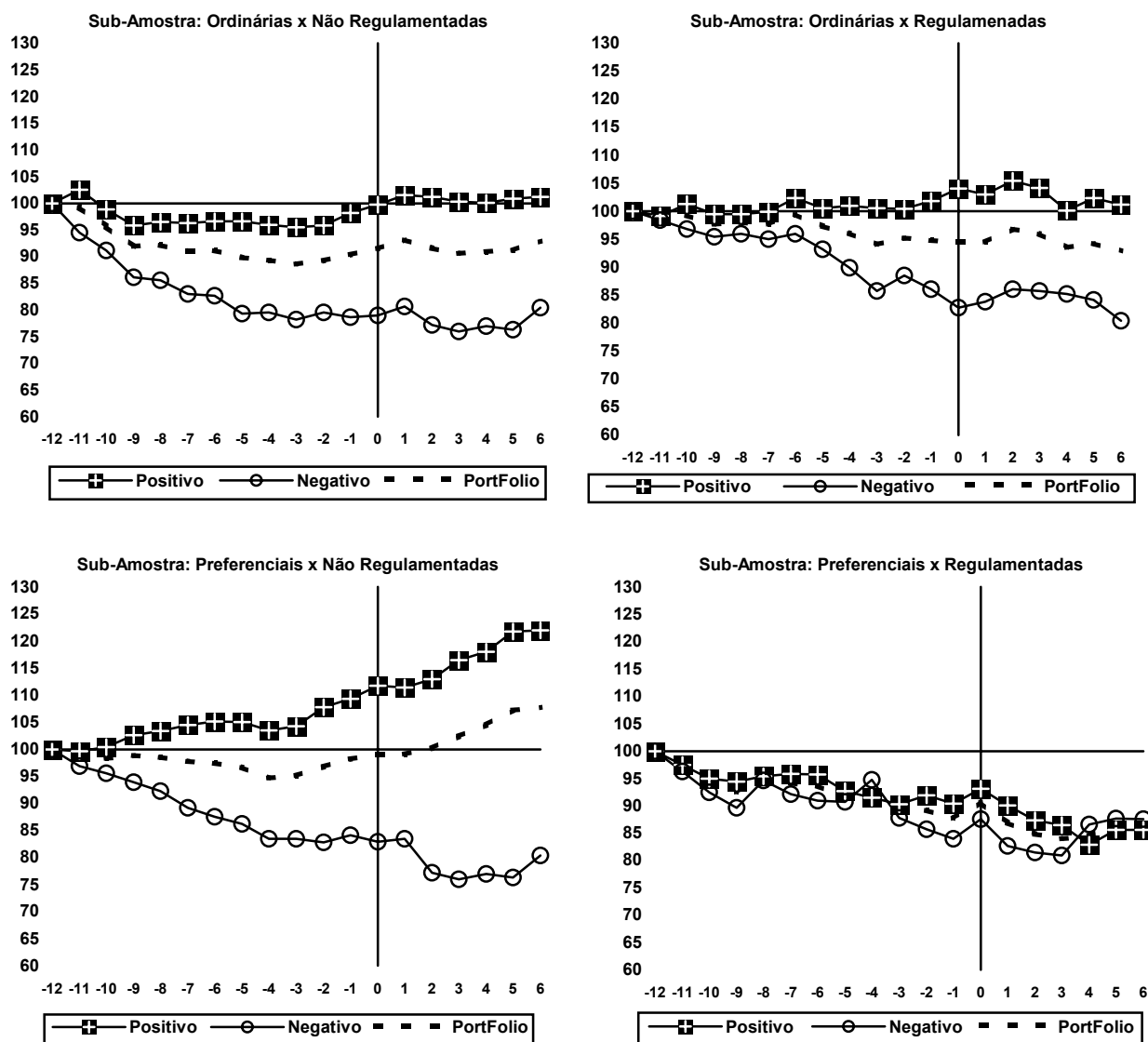
Verificou-se, conforme os dados listados na Tabela 18, que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras presentes na sub-amostra Baixa Liquidez foi estatisticamente significativa, ao nível de 1%, em todo o período analisado.

As evoluções das carteiras fornecem evidências que refutam a hipótese de que as ações com menos liquidez não reagem à divulgação. Conforme as evidências encontradas, as informações contábeis são relevantes para os investidores em ações com menor liquidez.

7.6. SUB-AMOSTRAS CONJUNTAS

7.6.1. Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Regulamentação

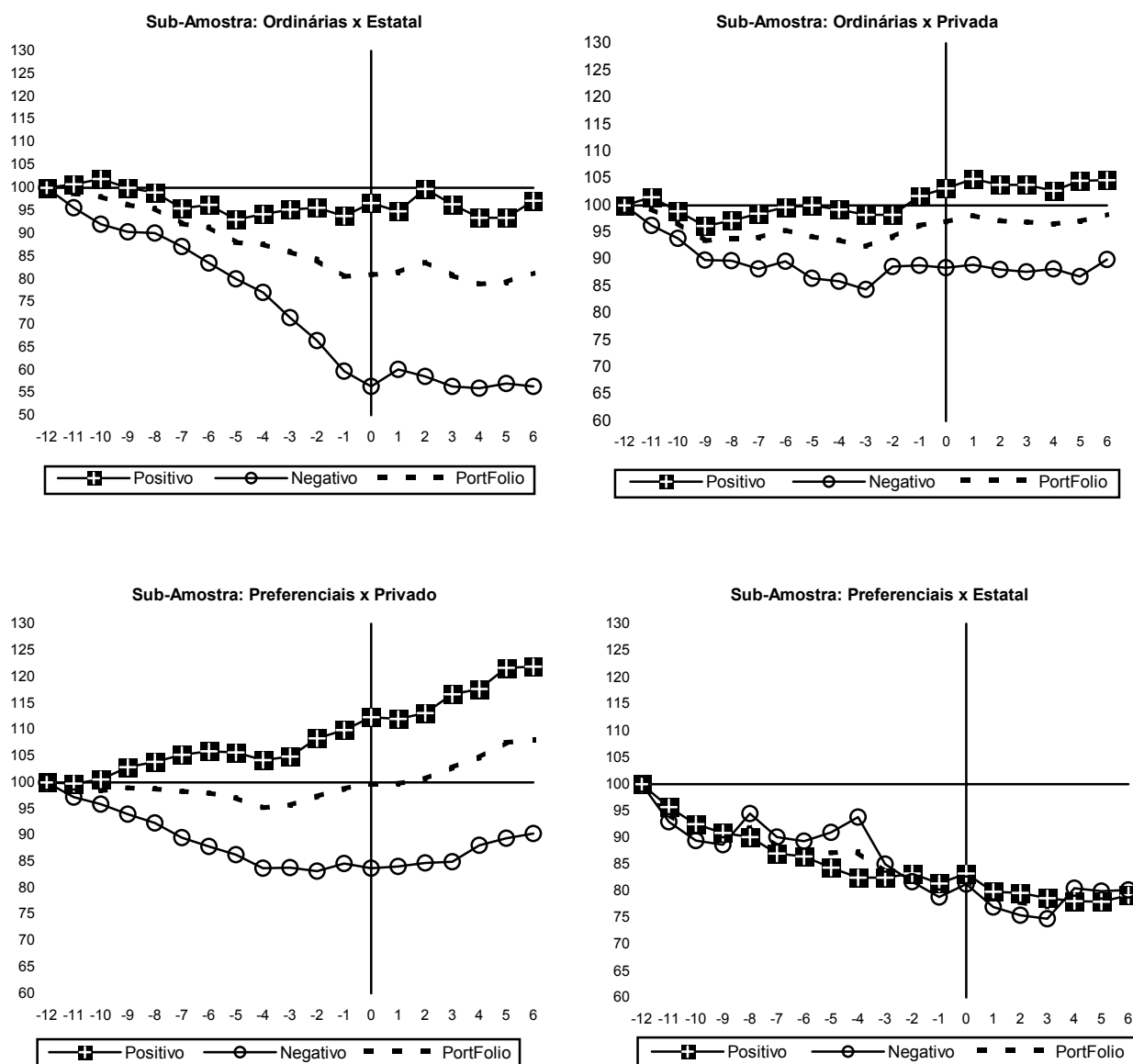
Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Tipo de Ações e Regulamentação específica sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO E), encontram-se evidências que somente os ativos da sub-amostra composta por ações preferenciais e de empresas não regulamentadas reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.6.2. Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Tipo de Controle

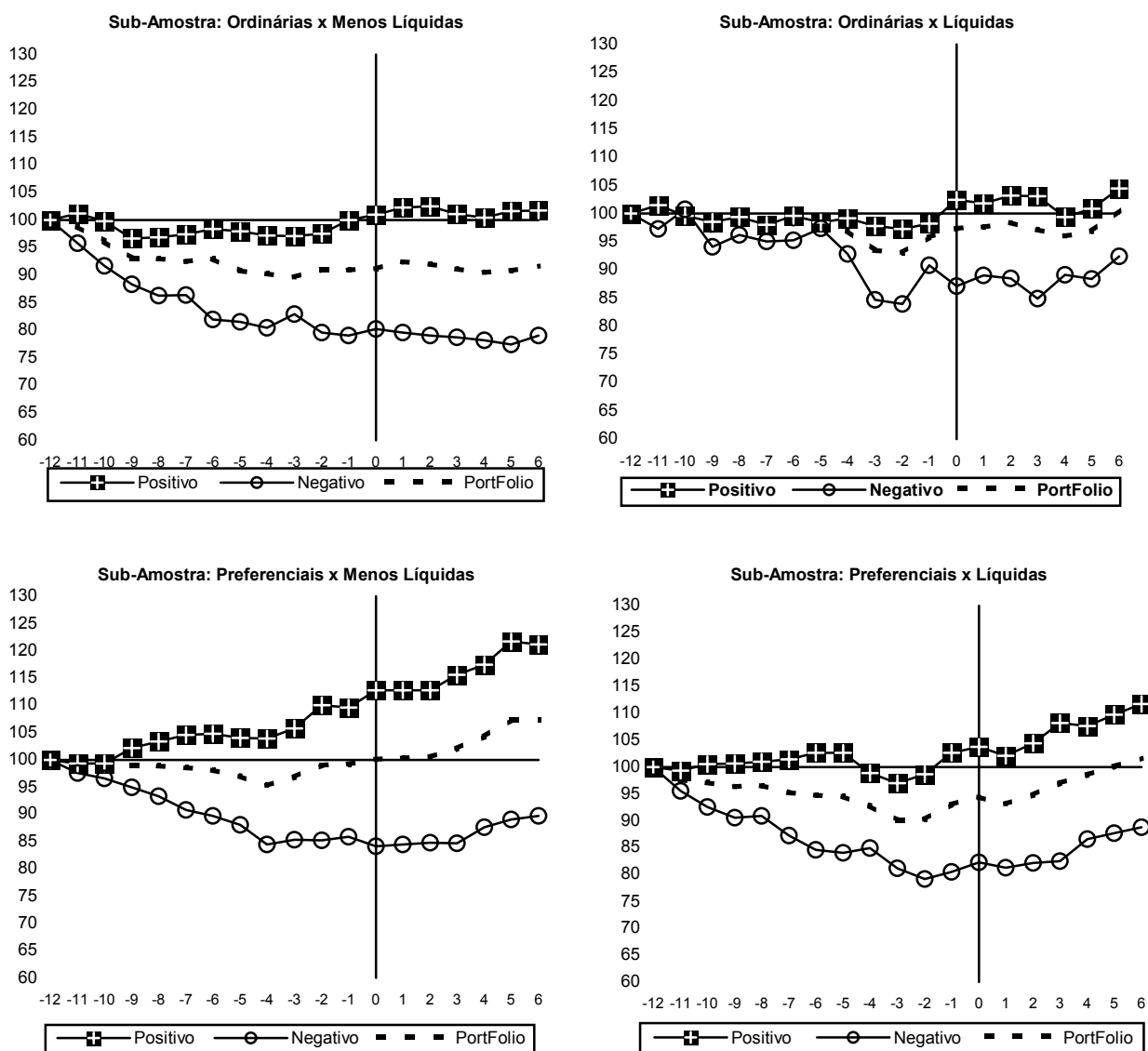
Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Tipo de Ações e Tipo de Controle sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO F), encontram-se evidências que somente os ativos da sub-amostra composta por ações preferenciais e de empresas que sofrem controle privado reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.6.3.Sub-Amostra Conjunta: Tipos de Ações x Liquidez

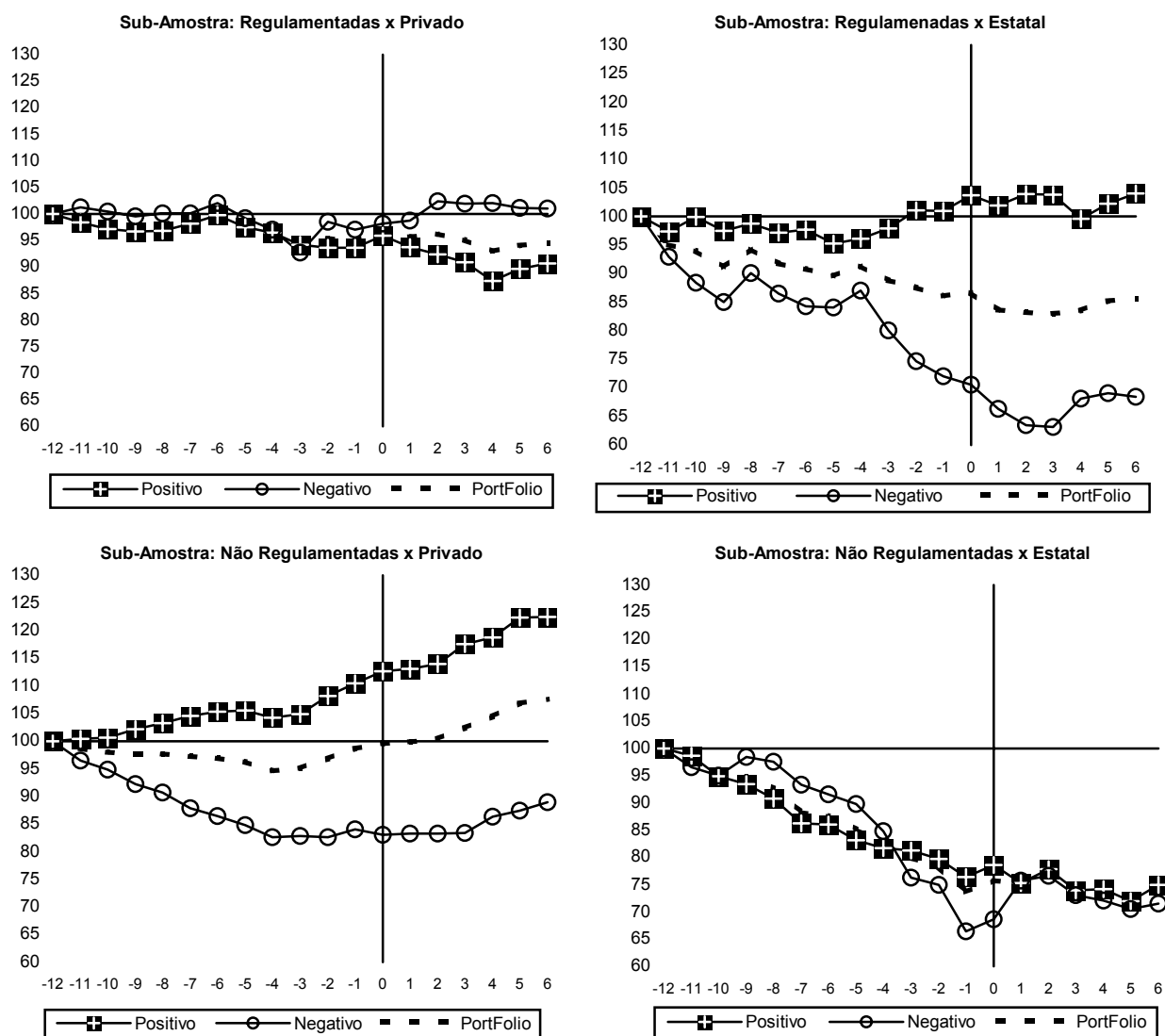
Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Tipo de Ações e Concentração da Liquidez sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO G), encontram-se evidências que somente os ativos da sub-amostra composta por ações preferenciais e ações menos líquidas (Não IBOVESPA) reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.6.4. Sub-Amostra Conjunta: Regulamentação x Tipo de Controle

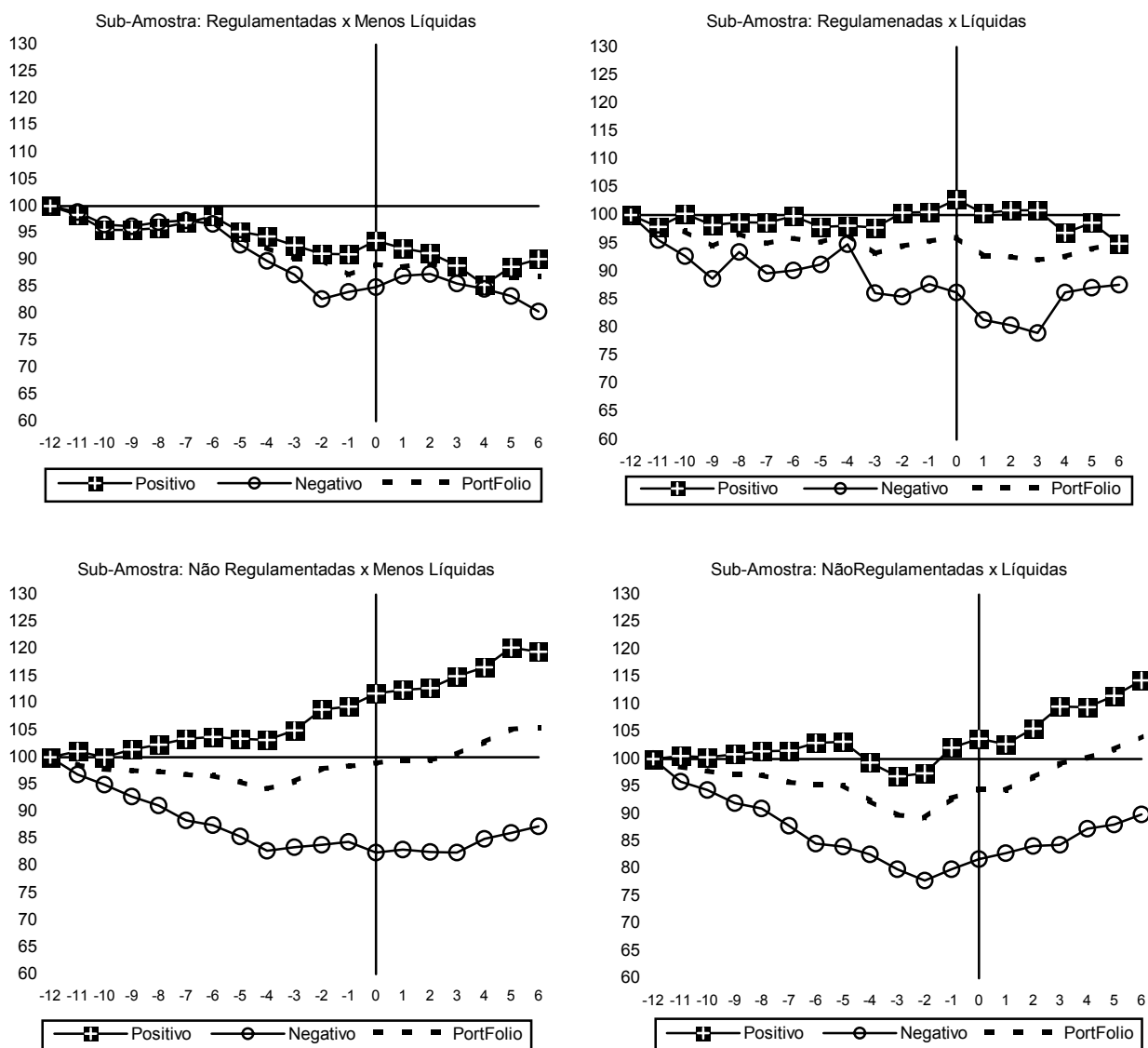
Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Regulamentação Específica e Tipo de Controle sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO H), encontram-se evidências que somente os ativos da sub-amostra composta por ações de empresas não regulamentadas e ações de empresas sob controle privado reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.6.5. Sub-Amostra Conjunta: Regulamentação x Liquidez

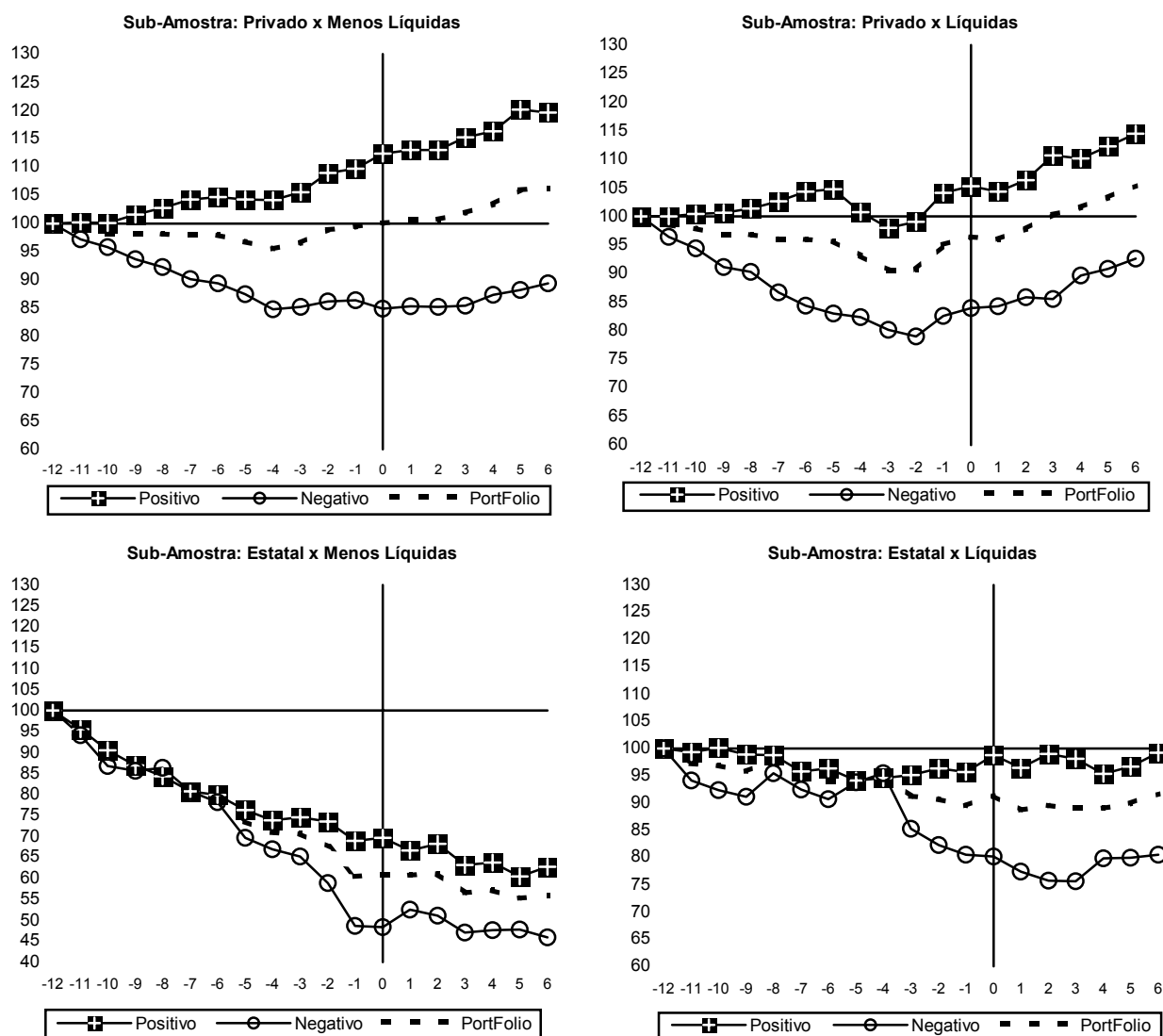
Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Regulamentação Específica e Concentração da Liquidez sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO I), encontram-se evidências que somente os ativos, da sub-amostra composta por ações de empresas não regulamentadas e ações com menos liquidez, reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.6.6.Sub-Amostra Conjunta: Tipo de Controle x Liquidez

Esta sub-amostra conjunta procura observar, de forma simultânea, a influência das características Tipo de Controle e Concentração da Liquidez sobre a reação dos preços das ações em relação à divulgação dos resultados contábeis.



Com base nos gráficos acima e na diferença entre os retornos anormais (ANEXO J), encontram-se evidências que somente os ativos, da sub-amostra composta por ações de empresas sob controle privado e ações com menos liquidez, reagem (variam e antecipam) à divulgação do resultado contábil, demonstrando a relevância da informação contábil para os investidores destes ativos.

7.7. INTERPRETAÇÃO E EXTENSÃO DOS RESULTADO ENCONTRADOS

Nos itens anteriores foram apresentados os resultados individuais encontrados sobre cada uma das sub-amostras. De maneira a apresentar de forma sintética o conjunto dos resultados encontrados, seguem listados, resumidamente na tabela 19, os principais resultados encontrados pela pesquisa.

H ₀	#	Sub-Amostra	Comportamento dos Retornos Anormais		Confirmação Hipóteses
			Good News	Bad News	
H _{0a}	A	Mercado	Reagem	Reagem	Confirma
H _{0b₁}	B	Ordinárias	Não Reagem	Reagem	Confirma Parcialmente
H _{0b₂}	C	Preferenciais	Reagem	Reagem	Confirma
H _{0c₁}	D	Regulamentadas	Não Reagem	Reagem	Sem Evidências
H _{0c₂}	E	Não regulamentadas	Reagem	Reagem	Confirma
H _{0d₁}	F	Estatal	Não Reagem	Reagem	Sem Evidências
H _{0d₂}	G	Privado	Reagem	Reagem	Confirma
H _{0e₁}	H	Mais Líquidas	Reagem	Reagem	Confirma Parcialmente
H _{0e₂}	I	Menos Líquidas	Reagem	Reagem	Rejeita

Tabela 19: Resumo Evolução IPRA por Sub-Amostra e Carteira (até data 0)

Conforme observado na tabela 19, foi registrada pelos testes aplicados uma diversidade nos resultados apurados em relação às hipóteses de pesquisa. De posse do total de resultados encontrados levantam-se algumas observações sobre as hipóteses estudadas:

- Entre as sub-amostras que tiveram a suas hipóteses confirmadas se encontram apenas aquelas as quais se esperava, com exceção da sub-amostra Menos Líquidas, a reação dos retornos anormais em relação à divulgação dos lucros anormais.

- Em contra-partida, entre as sub-amostras que não tiveram as suas hipóteses confirmadas (neste caso se encontram: as confirmadas parcialmente, as rejeitadas e as que não foram encontradas evidências) se encontram, com exceção da amostra Mais Líquidas, as sub-amostras em que não se esperava a reação dos retornos anormais à divulgação dos lucros anormais.

Resultados	Sub-Amostras
Confirma	Mercado, Preferencial, Não Regulamentadas e Privado
Confirma Parcialmente	Ordinárias e Mais Líquidas
Rejeita	Menos Líquidas
Sem Evidências	Regulamentadas e Estatal

Quadro 16: Resumo resultados encontrados por hipótese

- Pelos resultados encontrados constatou-se que ao reagir à divulgação, os retornos anormais tendem a apresentar movimentos similares (variando na mesma direção e postecipando a reação). Por outro lado, quando a reação não foi verificada, os retornos anormais registram movimentos diversos, onde não foi observado um padrão. Nesses casos, os retornos anormais, com exceção dos presentes na sub-amostra Menos líquidas, não tiveram a capacidade de fornecer evidências que pudessem levantar alguma resposta sobre a relevância da contabilidade para esses grupos.

Em relação ao conjunto dos resultados foram observadas algumas movimentações comuns entre as carteiras *Good News* e *Bad News* das sub-amostras estudadas:

- **Assimetria:** nas sub-amostras em que as carteiras reagiram à divulgação foi observada a falta de simetria entre as evoluções das carteiras *Good News* e *Bad News*. Esta evidência indica que, quando reagem, os preços tendem a fazê-lo de forma diferenciada em relação à divulgação dos resultados contábeis. A reação diferenciada indica que os investidores não refletem da mesma forma as informações contidas em resultados diferentes (*Bad News* versus *Good News*).
- **Antecipação dos Prejuízos anormais pelos retornos negativos:** de forma geral, em todas as carteiras *Bad News*, com exceção da sub-amostra Mais Líquidas (IBOVESPA), os preços anteciparam e variaram na mesma direção dos lucros anormais negativos. Estes resultados indicam que, de forma ampla e independente das influências das características do mercado acionário brasileiro, os resultados negativos são rapidamente incorporados e refletidos pelas expectativas dos investidores.
- **Ajuste dos retornos negativos após divulgação:** sobre o movimento de todas as carteiras *Bad News* nos meses posteriores do evento, observa-se que os retornos anormais negativos apresentam uma reversão. Este movimento uma indicação de que os investidores tendem a superestimar (sobrevalorizar) as perdas ajustando as suas expectativas em relação aos resultados em momentos posteriores à divulgação dos números contábeis.
- **Postergação dos lucros anormais pelos retornos positivos:** nas sub amostras que retornos positivos apresentaram reação aos lucros anormais, foi observado que o crescimento dos mesmos ocorre com maior intensidade em momentos próximos à divulgação. Esta reação tardia

indica que o investidor espera a divulgação para confirmar as suas expectativas em relação aos lucros da empresa.

- **Crescimento dos retornos positivos após divulgação:** nas sub-amostras onde os retornos anormais positivos reagiram aos lucros anormais positivos, observou-se que parte do ajustamento dos retornos ocorreu nos períodos posteriores à divulgação dos relatórios contábeis. Este movimento pode ser uma indicação de que os lucros anormais positivos carregam uma parcela de “surpresa” quando divulgados.

Entre os resultados deve-se destacar aqueles encontrados nas sub-amostras relacionadas à característica nível de liquidez. Tanto a sub-amostra Mais Líquidas (composto pelas ações mais negociadas), quanto à sub-amostra Menos Líquidas (composto pelas ações menos negociadas), apresentaram resultados opostos aos esperados. Desta maneira, esses resultados podem ser titulados como “inesperados”. Cabem aos resultados destas sub-amostras as seguintes observações:

- **Mais Líquidas:** Apesar de variarem na mesma direção, os retornos da sub-amostra Mais Líquidas não apresentaram uma antecipação bem definida dos lucros anormais. Como a sub-amostra Mais Líquidas apenas variou na direção conforme esperado, a sua hipótese foi confirmada parcialmente. Esta movimentação foi suficiente para demonstrar que as variações dos retornos anormais das ações mais negociadas são pressionadas pela fixação funcional dos investidores no curto prazo. Esta atitude dos investidores torna a contabilidade uma fonte de informação secundária, onde outras fontes ou tipos de informações direcionadas a

apresentar a realidade do cenário econômico e político se tornam as principais fontes para a construção das expectativas dos investidores.

- **Menos Líquidas:** ao invés de apresentar o resultado esperado de não reagir à divulgação, os retornos anormais das ações menos negociadas reagiram, evoluindo na mesma direção e antecipando os lucros anormais divulgados. Esta evolução levou à rejeição da hipótese inicialmente estruturada, e compreende evidências que revelam a relevância das demonstrações contábeis divulgadas para os investidores que monitoram as ações menos negociadas (ações que não compõem o IBOVESPA). O resultado encontrado pode estar relacionado com a quantidade de informações disponíveis sobre as empresas de ações com menos liquidez. Como existe uma “escassez”, qualquer informação sobre a atividade da empresa provoca alterações em seus preços. Sendo uma informação “sem custo” e disponibilizada obrigatoriamente e regularmente (de acordo com a legislação societária), a contabilidade torna-se, por não ter a concorrência de outras, na mais importante ou, talvez, na única fonte de informação para as ações menos líquidas.

Em suma, os resultados encontrados são consistentes com parte dos resultados esperados em relação às hipóteses formuladas para a pesquisa. Os resultados encontrados sobre a sub-amostra Mercado indicam que os preços dos ativos reagem à divulgação dos resultados contábeis demonstrando a relevância da contabilidade para o mercado.

Entretanto, ao analisar os resultados das sub-amostras segregadas conforme as características do mercado acionário brasileiro, obteve-se a indicação de que a

reação inicialmente registrada pelo Mercado não foi verificada em alguns grupos de ativos que possuíam determinadas características. Assim, sobre o comportamento do conjunto de ativos que compõem a sub-amostra mercado, deve-se considerar os seguintes pontos:

- Pelos resultados apresentados pelas sub-amostras, segregadas conforme as características, foi verificado que em alguns grupos de ativos, os retornos anormais não reagiram à divulgação da mesma forma e intensidade que o Mercado. Essa evidência indica que existe uma associação entre as características do mercado e a reação dos retornos à divulgação;
- Desta maneira, pelo conjunto de movimentos dos retornos anormais observados, foi possível eleger quais ativos (com determinadas características) reagiram à divulgação dos lucros anormais. A seleção dos ativos com retornos sensíveis à divulgação dos lucros anormais foi confirmada pelos resultados encontrados sobre a evolução das carteiras (*Good News e Bad News*) presentes nas sub-amostras conjuntas.

Seguindo esta lógica, com base nos resultados encontrados e nas características abordadas neste estudo, pode-se classificar, dentro dos ativos que compõem a sub-amostra Mercado, um grupo de ativos que possuem a faculdade de reagir à divulgação dos resultados contábeis. De forma complementar, em outro grupo de ativos, pode-se agrupar àqueles com retornos anormais que não reagem à divulgação dos lucros anormais. Assim, de acordo com esse procedimento seguem os dois grupos de ações:

1. **Reação:** contempla as ações das sub-amostras que reagiram à divulgação do resultado contábil. São ações que atendam às seguintes características: ações preferenciais, ações com pouca liquidez, ações de empresas de setores não regulamentados e ações de empresas com controle privado.

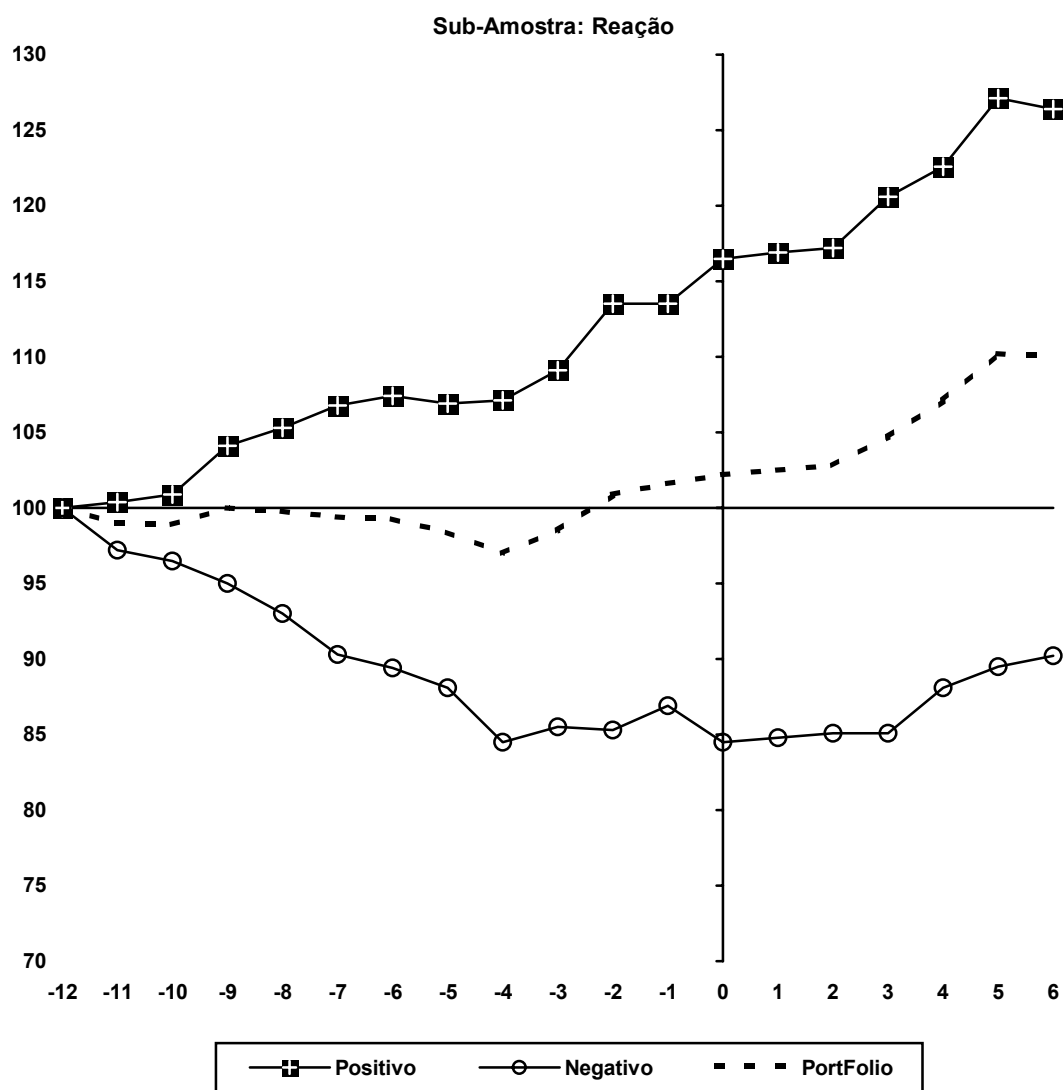


Gráfico 12: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra: Reação

Os retornos anormais das ações desse grupo (Anexo K) apresentaram uma reação (antecipando e seguindo a mesma direção) muito bem definida até a data do evento (mês 0). Apesar do grupo apresentar uma assimetria, a magnitude das variações das carteiras em relação à divulgação dos

resultados foram da mesma ordem. Enquanto os retornos positivos cresceram 16,5 %, os negativos diminuíram 15,5%. Os comportamentos das carteiras confirmam a tese de que o mercado tende a avaliar de forma diferente os resultados divulgados. Enquanto antecipa o resultado negativo, o mercado postecipa o resultado positivo esperando a confirmação de suas expectativas.

- 2. Complementar:** abrange as ações que não reagiram à divulgação do resultado contábil. São ações que atendem às seguintes características: ações ordinárias, ações com muita liquidez, ações de empresas de setores regulamentados e ações de empresas com controle estatal.

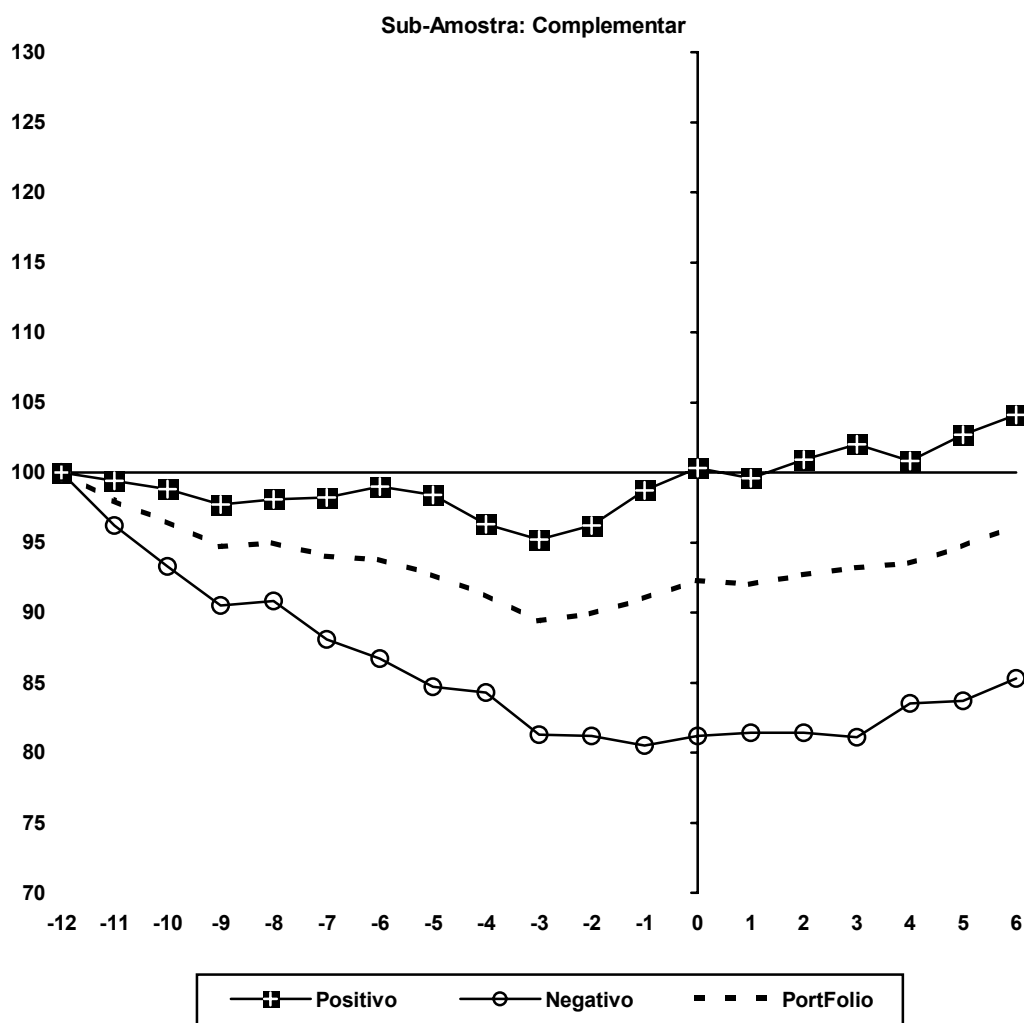


Gráfico 13: Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais
Sub-Amostra: Complementar

Enquanto a carteira de retornos anormais negativa reagiu (antecipando e seguindo na mesma direção) à divulgação dos prejuízos, a carteira de retornos anormais positiva apresentou uma evolução indiferente à divulgação. Nesse grupo, as carteiras refletiram o comportamento similar ao verificado pelas ações ordinárias, demonstrando que os números contábeis não carregam informações relevantes no caso de resultados positivos.

De forma ampla e geral, os resultados encontrados, tanto pelas sub-amostras ou pelas sub-amostras conjuntas, proporcionaram a geração de um conjunto de evidências que tornam possíveis a geração de respostas demandadas pelas questões principal e secundárias desta pesquisa.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa analisou a relação entre os resultados contábeis e os preços das ações com a finalidade de investigar a relevância das informações divulgadas pela contabilidade. Ao registrar o impacto das divulgações dos resultados contábeis nos retornos das ações, foi considerada a influência de diversas características (Tipos de ações, Regulamentação Específica, Tipos de Controle e Nível de Liquidez) presentes no mercado acionário brasileiro.

Os resultados originados pelo teste empírico realizado nesta pesquisa geraram um conjunto de evidências que ampliam e aprofundam a discussão sobre o papel da contabilidade como fonte de informação para o mercado brasileiro. Cabe ressaltar, que as evidências encontradas e discutidas nesta pesquisa devem ser consideradas respeitando os limites, devidamente discutidos anteriormente, da metodologia aplicada e da amostra dos ativos utilizada.

8.1. CONCLUSÕES

As evidências encontradas permitem a formulação de uma extensa lista de conclusões. Atendendo à segregação implementada na pesquisa, apresentam-se as conclusões de acordo com as questões inicialmente lançadas.

a) Conclusões sobre a Questão Principal:

- Analisando o mercado brasileiro como um todo, considerando todos os ativos, constatou-se que os resultados contábeis divulgados representam uma importante fonte de informação para os investidores, demonstrando que a contabilidade exerce o seu papel de redutora da assimetria informacional no mercado acionário brasileiro;

- As evidências encontradas neste estudo corroboram com os resultados apurados por Ball & Brown (1968), mas não em sua plenitude. A divergência entre os resultados encontra-se no nível de assimetria informacional observado em cada uma das pesquisas, enquanto foi apurada uma simetria entre os retornos anormais no mercado americano (Ball & Brown), no brasileiro verificou-se uma assimetria entre os retornos;
- As evidências desta pesquisa corroboram os resultados encontrados em outros trabalhos³⁹ realizados no Brasil sobre a relevância da informação contábil para o mercado acionário;
- A assimetria verificada indica que o mercado antecipa cada um dos lucros anormais (negativos/positivos) com velocidades diferentes. Os lucros anormais negativos divulgados são antecipados com maior rapidez pelo mercado do que lucros anormais positivos;
- As evoluções das carteiras (*Good News e Bad News*) sinalizam um comportamento conservador do mercado em relação às informações divulgadas pela contabilidade. Os retornos sinalizam que o mercado tende a antecipar resultados ruins e prefere ser cauteloso ao antecipar resultados bons. O mercado se comporta de maneira como se esperasse a divulgação dos resultados positivos para poder crer, e então conferi-los e confrontá-los com as suas expectativas. Esse comportamento pode ser compreendido como uma desconfiança do mercado em relação aos números gerados pela contabilidade;

³⁹ Scheihll (1996), Bernardo (2001) e Lopes (2001)

- O movimento dos retornos anormais negativos indica que os investidores tendem a exagerar suas expectativas em relação aos resultados negativos a serem divulgados. Os investidores tendem a superestimar os prejuízos, ajustando os retornos nos meses posteriores à divulgação;
- De forma oposta, o crescimento contínuo após a divulgação indica que os retornos anormais positivos podem possuir uma parcela de “surpresa” (quantidade de informação não esperada) para o mercado. Entretanto, ao posicionar este movimento dentro do ambiente de governança corporativa e do sistema legal, e conseqüentemente da legislação societária, presentes no mercado de capitais brasileiro pode-se concluir que o crescimento dos lucros após a divulgação está ligado ao papel dos dividendos para o mercado brasileiro. Evidências⁴⁰ encontradas no mercado brasileiro verificaram a reação dos preços à divulgação dos dividendos. Neste sentido, o movimento dos retornos positivos não poderia estar somente vinculado à divulgação dos lucros, mas também dos dividendos. Todavia, ainda falta um maior número de evidências que possam confirmar este vínculo.

b) Conclusões sobre a Questão Complementar:

- Sobre o conjunto de evidências encontradas, verificou-se a interferência das características do mercado brasileiro sobre a reação dos preços à divulgação dos lucros anormais. Entretanto, essa interferência não foi observada em todos os grupos de ativos. A

⁴⁰ Ver Noves Neto (2002)

interferência não foi verificada nos casos em que foram analisados o comportamento das ações de empresas com controle estatal e de empresas com incidência de regulamentação específica;

- Pelas evidências coletadas sobre as sub-amostras conjuntas, constatou-se que a reação dos preços à divulgação está associada à presença de um conjunto de características. As evidências indicam a existência, com base nas características envolvidas, de um “perfil” de ativo que tende a reagir à divulgação dos resultados contábeis, e assim, sinalizando para quais ativos o investidor tende a relevar a contabilidade. A relevância das informações divulgadas pela contabilidade foi observada nos grupos de ativos que atendam os seguintes requisitos: ações preferenciais, ações de empresas não regulamentadas, ações de empresas com controle privado e ações de pouca liquidez;
- Pelo comportamento das ações Ordinárias constatou-se que a informação contábil é importante somente nos casos de lucros anormais negativos. O comportamento indiferente dos retornos positivos das ações ordinárias pode ser uma sinalização da posição dos investidores em relação a este tipo de ação. Devido à alta concentração acionária das empresas negociadas e da ausência do prêmio pelo controle, a indiferença dos retornos positiva à divulgação indica que as informações contábeis divulgadas perdem relevância diante de outras fontes de informações;

- O comportamento das carteiras de retornos das ações preferenciais e das ações mais líquidas (IBOVESPA) reflete outro fator do mercado acionário brasileiro: a fixação funcional no curto prazo. As evidências sobre a reação desses ativos indicam que, devido à volatilidade do mercado, os números contábeis tendem a representar uma relevante estimativa para os lucros, e conseqüentemente para os dividendos, dos momentos mais próximos;
- Na evolução dos retornos anormais das empresas que tenham como característica a contabilidade sob alguma incidência governamental - via controle acionário ou via regulamentação específica – não foi possível levantar alguma evidência sobre a reação (conforme esperado pelas hipóteses) dos preços à divulgação dos resultados contábeis. Por meio das evidências a reação à divulgação não pode ser verificada, porém a indiferença à divulgação também não pode ser evidenciada. Esses resultados podem ser uma indicação de que, ao invés do lucro contábil, outras variáveis contábeis (Patrimônio Líquido, Investimentos, etc...) tenham maior relevância para os investidores. Outra indicação dos resultados seria a possível relevância de outras fontes de informações (sinais emitidos pelo governo, investimentos aprovados, etc...), porém a relevância dessas fontes ainda carece de evidências. Neste contexto a importância das informações divulgadas pela contabilidade dessas empresas continua sendo uma questão a ser explorada.

c) Conclusões Gerais sobre o Estudo (ambas questões):

- As evidências indicam que as informações divulgadas pela contabilidade são importantes para a construção e confirmação das expectativas dos investidores, ou seja, a contabilidade é relevante para o mercado acionário brasileiro;
- Apesar da diferença observada em relação ao movimento de antecipação dos lucros anormais – antecipação dos negativos a partir do início do intervalo analisado e o rápido ajuste dos positivos em momentos próximos à divulgação dos resultados – os movimentos dos retornos anormais indicam que o mercado brasileiro apresenta-se eficiente na forma semi-forte;
- A relevância da contabilidade verificada no mercado brasileiro deve ser considerada com restrições. Para alguns grupos de ativos (ações ordinárias, empresas estatais, empresas com regulamentação específica e ações mais líquidas) que compõem o mercado brasileiro, as evidências encontradas não confirmaram a relevância. Entretanto, por outro lado, pelas mesmas evidências, uma possível irrelevância também não pode ser diagnosticada;
- A ausência de evidências que confirmem a relevância da contabilidade para determinados grupos de ativos contribuem com a hipótese de que algumas características presentes no mercado acionário brasileiro interferem sobre o papel da contabilidade como fonte de informação.

8.2. IMPLICAÇÕES

A amplitude das evidências encontrada nesta pesquisa levou a um conjunto de conclusões que acarretam, aos principais usuários e interessados pela informação contábil divulgada, implicações de diversas naturezas.

- **Investidores e Analistas do Mercado Acionário:** de forma geral constatou-se que a contabilidade apresenta conteúdo informativo para os investidores. Conforme verificado, as demonstrações contábeis podem compreender elementos essenciais para análise das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro. No entanto, para alguns grupos de ativos, como: ações ordinárias, empresas que sofrem regulamentação específica e empresas sob controle estatal, as informações contábeis devem ser utilizadas com restrições. Neste caso, as evidências indicam que o processo de elaboração das demonstrações contábeis está direcionado a atender demandas informacionais diferentes das exigidas pelos investidores.
- **Governo e Agências Regulatórias:** verificou-se que os números contábeis publicados, por empresas estatais ou por empresas regulamentadas, não favorecem aos investidores. Esta evidência é uma consequência da demanda por controle exigida por seus controladores (o governo, no caso das estatais) e por seus reguladores (as agências regulatórias, no caso das regulamentadas). Caso esses agentes (governo e agências regulatórias) passem a se interessar em atender as demandas informacionais dos investidores haverá a necessidade de implantação de algumas modificações no processo de elaboração das demonstrações

financeiras das empresas estatais e regulamentadas. Caso haja um movimento nesta direção, levanta-se a seguinte questão: será que a contabilidade destas empresas será capaz de gerar informações demandadas pelos investidores sem detrimento do controle exigido por seus controladores/reguladores?

- **Gestores e Controladores:** os gestores e controladores de empresas estatais ou de empresas com contabilidade reguladas devem ficar atentos aos números contábeis divulgados. Conforme evidências foram observadas as limitações das demonstrações contábeis de algumas empresas, tais como empresas sob controle estatal e empresas do setor financeiro e elétrico (regulamentação específica sob contabilidade) em atender a demanda de informações pelos investidores.
- **Pesquisadores:** qualquer estudo sobre os números divulgados pela contabilidade deve ficar atento as peculiaridades do mercado acionário brasileiro. As características do mercado brasileiro podem representar restrições ou limitações da utilização de metodologias ou teorias desenvolvidas nos mercados mais desenvolvidos. Em particular, em relação ao tema abordado nesta pesquisa, a capacidade informacional da contabilidade, os pesquisadores devem ficar atentos as características das empresas a serem analisadas. No mercado brasileiro, a relevância da contabilidade não é observada em empresas que possuem determinadas características.

8.3. SUGESTÕES PARA PESQUISAS

Devido ao reduzido número de pesquisas em Contabilidade dedicada ao mercado de capitais, sugerem-se a partir das evidências encontradas neste trabalho as seguintes propostas para futuras pesquisas:

- **Características:** a busca de novas evidências sobre a influência de outras características presentes no mercado financeiro (valor de mercado, concentração do controle acionário, setor econômico, etc.) sobre a relação entre os lucros contábeis e os preços das ações;
- **Novas Variáveis:** replicar a pesquisa utilizando variáveis alternativas, como por exemplo, outros índices de mercado além do IBOVESPA, e outras medidas de lucro, além do LPA (lucro por ação). Outra alternativa seria cálculo do retorno anormal a partir de outros índices disponibilizados e utilizados pelo mercado brasileiro, tais como: IBX, FGV-100, IEEL e ITEL;
- **Informações Contábeis:** analisar o impacto da divulgação de outras informações pela contabilidade, tais como: fluxo de caixa, nível de endividamento, etc. Neste tópico, pode-se incluir o impacto das mudanças dos critérios contábeis sobre os preços das ações, tais como: mudança do critério de depreciação, alteração da forma de registro dos gastos com investimentos, etc.;
- **Metodologia:** a pesquisa desenvolvida neste trabalho focou na direção dos retornos das ações. A ampliação e a confirmação das evidências neste trabalho poderiam ser obtidas por meio de pesquisas dedicadas a

analisar a magnitude e a variância dos retornos anormais em relação à divulgação das informações contábeis. Neste escopo se encontram as pesquisas que utilizam o modelo ERC (*Earnings Response Coefficients*);

- **Outras Metodologias:** Uma alternativa, relacionada a este trabalho, seria o desenvolvimento de pesquisas sobre a relação entre o retorno contábil – ao invés do lucro contábil – e os retornos anormais, em que seria utilizado o modelo RRC (*Return Response Coefficients*). Outras evidências importantes sobre a capacidade informacional dos lucros poderiam ser retiradas por pesquisas dedicadas a estudar as propriedades do lucro contábil em termos de séries de tempo, utilizando modelos de séries temporais;
- **Usuários:** novas pesquisas sobre a capacidade informacional poderiam incluir outros tipos de usuários além daqueles presentes neste trabalho. Novas evidências poderiam ser adquiridas a partir de estudos que contenham tópicos relacionados às finanças comportamentais.

Por fim, espera-se que as evidências encontradas nesta pesquisa contribuam para aumentar o conhecimento sobre o papel e a importância das informações divulgadas pela contabilidade para o mercado acionário brasileiro.

9. REFERÊNCIAS

ABU-NASSAR, M., RUTHERFORD, B., **External Reporting in Less Developed Countries with Moderately Sophisticated Capital Markets: A Study of User Needs and Information Provision in Jordan.** In Wallace, R. Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., *Research in Accounting in Emerging Economies*. JAI Press Inc. Stamford Connecticut, 2000.

ALFORD, Andrew, JONES, Jennifer, LEFTWICH, Richard, ZMIJEWSKI, Mark. **The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in different Countries.** *Journal of Accounting Research*. Volume 31, Supplement 1993, page 193-223.

AL-BASKTEKI, H., **Strategies for Enhancing Accounting Profession and Practices in Bahrain: Accounting Expert's Perceptions.** In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., *Research in Accounting in Emerging Economies*. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

AL-RAMAIHI, J.S., POWER, D.M., SINCLAIR, C.D. **The Distribution of Financial Ratios of Saudi Arabian Companies.** In Wallace, R. Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., *Research in Accounting in Emerging Economies*. JAI Press Inc. Stamford Connecticut, 2000.

ALI, Ashiq, ZAROWIN, Paul. **The Role of Earnings levels in Annual Earnings-Returns Studies.** *Journal of Accounting Research*. Vol. 30, Nº 2, Autumn, 1992.

ALI, Ashiq, HWANG, Lee-Seok. **Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data.** *Journal of Accounting Research*, vol.38, nº 1 (Spring, 2000), 1-21.

ANDERSON, C.W. **Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of Brazilian corporate debentures.** *Journal of Financial Economics* 51, (1999) 3-44.

ANDREZO, Andréa Fernandes, LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais.** São Paulo: Pioneira, 1999.

AMARAL, H.F. **La Dynamique et L'efficience des marhes financiers brésiliens.** Dissertação (Diplome D'Estudes Approfondies en Sciences de Geston) – Institut , D'Administration dès entreprises. Toulouse: Université dès Sciences Sociales de Toulouse 1, 1990.

AMIR, Eli, HARRIS, Trevor S., VENUTI, Elizabeth K. **A Comparison of the Value-Relevance of U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations.** *Journal of Accounting Research*, Volume 31, Issue Studies on International Accounting (1993), 130-264.

ARBEL, A., STREBEL, P., **Pay Attention to Neglect Firms.** *Journal of Portfolio Management*, p. 37-42, Winter 1983.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BAER, WERNER. **A economia brasileira**. Tradução Edite Sciulli – São Paulo: Nobel, 1996.

BANDYOPADHYAY, Sati P. **Market Reaction to Earnings announcements of Successful Efforts and Full Cost firms in The Oil and gas Industry**. The Accounting Review. Vol. 69, Nº 4. October, 1994, pp. 657-674.

BAO, B., CHOW, L. **The Usefulness of Earnings and Book Value for Equity Valuation in Emerging Capital Markets: Evidence from listed companies in the People Republic of China**. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 10, 2, 1999.

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

BALL, R. KOTHARI, S.P. WATTS, R.L. **Economic Determinants of the Relation between Earnings Changes and Stock Returns**. The Accounting Review, Vol. 68, Nº 3 (Jul., 1993), 622-638.

BALL, R. KOTHARI, S.P. ROBIN, A. **The Effect of International Institutional Factors On Properties of Accounting Earnings**. Journal of Accounting and Economics. 2000.

BALL, R., KOTHARI, S.P. **Security returns around earnings announcements**. The Accounting Review. Vol. 66, nº 4, october, 1991, pp. 718-738.

BALLESTER, M., and LIVNAT, J., **The Association Between Security Prices and Financial Information in the Spanish Stock Market**. Journal of International Financial Management and Accounting. Oxford, p. 114-136, 1997.

BARBER, Benjamin R. **Jihad vs. McWorld**. Ballantine Books, 1996.

BARCHELIER, L. **Théorie de la speculation**. Paris: Gauthier Villars, 1900. Reprinted in Paul H. Cootner (Ed.) [9], p. 17-18.

BARROS, J.R.M. et al. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. MB Associados – consultoria integrada Bovespa. São Paulo: maio 2000. Disponível: <http://www.bovespa.com.br> [capturado em 23 abr. 2004]

BASU, S. **The Conservatism Principle and The Assymetric Timeliness of Earnings**. Journal of Accounting and Economics, p. 78-90, 1997.

BASU, Sudipta. **Discussion of International Differences in the Timeliness, Conservatism, and Classification of Earnings**. Journal of Accounting Research, Vol. 37, Studies on Credible Financial Reporting (1999), 89-99.

BEAVER, William H. **The Information Content of Annual Earnings Announcements**. Journal of Accounting Research, Volume 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, 1968 (1968), 67-92.

BEAVER, W.H., CLARKE, R., WRIGHT, W. **The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings**. Forecast Errors. Journal of Accounting Research 17 (Autumn 1979), pp. 316-340.

BEAVER, William H. **Discussion of Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension**. Journal of Accounting Research, Volume 20, Issue Supplement: Studies on Current Research Methodologies in Accounting: A Critical Evaluation (1982), 323-331.

BEAVER, William H. **Directions in Accounting Research: NEAR and FAR**. Accounting Horizons, Vol. 10, Nº 2, June 1996, pp. 113-124.

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

BERNARDO, Heloisa Pinna. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento**. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.

BODIE, Zvi, KANE, Alex, MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. 3ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BONOMO, Marco. **Finanças Aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002.

BOOTH, G., KALLUNKI, J-P., MARTIKAINEN, T., **Income Smoothing and The Post-Announcement Drift of Earnings: Finish Evidence**. Journal of Business, Finance and Accounting, Vol. 23, p. 1197-1211, 1996.

BRAGA, Cláudio A.B. M. **Estratégia Value e Growth no mercado acionário brasileiro**. Orientador: Ricardo Pereira Leal. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 1996, 96 p. Dissertação (Mestrado em Administração)

BRAGA, Cláudio A.B. M., LEAL, Ricardo P.C. **Ações de Valor e de Crescimento nos anos 1990**. Finanças Aplicadas ao Brasil. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002.

BRAZIL, H.G. **Endividamento e valor: um estudo do comportamento financeiro da firma**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1997.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. **Princípios de finanças empresariais**. 3 ed. Lisboa: McGraw Hill, 1995. 924p.

BRITO, N.R.O. **A eficiência informacional fraca no mercado à vista do BVRJ no período 1980/1984**. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, mar. 1985 (Relatório Técnico n. 78)

_____. **Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação**. Revista Brasileira do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v.4, n.10, p.63-85, jan.-abr. 1978.

_____. **A relevância de mercados de capitais eficientes e regulação**. Rio de Janeiro. COPPEAD/UFRJ, maio 1977 (Relatório Técnico n. 13)

BROWN, P. **The Impact of the Annual Net Profit Report on the Stock Market**. The Australian Accountant, p. 277-283, July 1970.

BROWN, Philip, KENELLY, John W. **The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence**. The Journal of Business, Volume 45, Issue 3 (Jul. 1972), 403-415.

BRUM, Argemiro J. **O Desenvolvimento Econômico Brasileiro**. 10º ed. Petrópolis: Vozes, 1991.

BRUNI, A.L.; FAMÁ, R. **Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v.1, n.7, p. 71-85, 2º trim. 1998.

BUENO, A.F.; BRAGA, R.F.; ALMEIDA, R.J. **Pesquisa sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro nos casos de fusões e aquisições**. XXIV ENANPAD, 25º, Anais... Florianópolis: ANPAD, set. 2000. 12p.

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.

CAMARGOS, M. A., GOMES, G.D., BARBOSA, F.V. **Integração de mercados e arbitragem com títulos transfronteiriços: ADR's – American Depositary Receipts**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003.

CAMPBELL, John Y., LO, Andrew., & MACKINLEY, A. Craig. **The Econometrics of Financial Markets**, Cap. 4. Princeton University Press, 1997.

CARVALHO, E. L., **A Relação entre o EVA® (Economic Value Added) e Valor das Ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo**. Dissertação apresentada a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para a obtenção do Título de Mestre em Contabilidade e Controladoria, 1999.

CARVALHO, L.N.G; MÁRIO, P.C. **A Relevância da Informação Contábil: A Correção Monetária de Balanços e sua Correlação com o Preços das Ações –**

Uma Incursão Exploratória. Anais 13th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, Rio de Janeiro, 28-31 Out. 2001.

CARVALHO, L.N.G.; LIMA, C.; SANTO, A.E.; IKEDA, R.H. **A Responsabilidade Social da Contabilidade sob Enfoque da Governança Corporativa.** Anais 13th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, Rio de Janeiro, 28-31 Out. 2001.

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

CAVALCANTE, Francisco, YOSHIO, Misumi. **Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CERETTA, P.S. **Comportamento das variações de preço dos mercados de ações da América Latina.** XXV ENANPAD, 25^o, Anais. Campinas: ANPAD, set. 2001. 15p.

CYSNE, R. P. FARIA, L.F.V Considerações Sobre o Mercado Brasileiro. Disponível: <http://www.econofinance.com/papers/cysne.htm> [capturado em 19 Mar. 2004]

CHAN, K.C., SEOW G.S. **The Association Between Stock Returns and Foreign GAAP Earnings versus Earnings Adjusted to US GAAP.** Journal of Accounting and Economics, Vol. 21, p.139-158, 1996.

CHEN, C., GUL, F., SU, X. **A Comparison of Reported Earnings Under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence From The Shanghai Stock Exchange.** Accounting Horizons, Vol. 13, N^o 2, p. 91-111, June 1999.

CHENG, C.S.A., HOPWOOD, W.S., McKEOWN, J.C. **Non-Linearity and Specification problems in Unexpected Earnings Response Regerssion Model.** The Accounting Review. Vol. 67, N^o 3, July 1992, pp. 579-598.

COLLI, José Alexandre e FONTANA, Marino. **Contabilidade bancária.** 5^a Edição. São Paulo: Atlas, 1990.

CONTADOR, C.R. **Uma análise espectral dos movimentos de Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.** Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, v. 1, n. 1, jan./abr. 1975.

_____. **A hipótese do mercado eficiente e a rentabilidade de ações no Brasil.** Revista da ABAMEC, Rio de Janeiro: ABAMEC, v.7, n.1, jul. 1973.

CORDEIRO, F.F; PEROBELLI, F.S.; ARBEX, M.A. **Expectativas racionais e eficiência informacional: análise do mercado acionário brasileiro num cenário de regras no período 1997-1999.** XXIII ENANPAD, 23^o, Anais...Foz do Iguaçu: ANPAD, set. 1999. 15 p.

COSTA Jr., N.C.A. da, MENEZES, E.A., LEMGRUBER, E.F. **O efeito tamanho versus o efeito mês do ano no mercado de capitais brasileiro: uma análise empírica.** Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v.16 (43), p. 91-74, 1991.

COSTA Jr., N.C.A. & NEVES, Myrian. **Variáveis fundamentalistas e o retorno das ações**. Revista Brasileira de Economia, 54(1):123-37, jan./mar. 2000.

COSTA Jr., N.C.A., LEAL, R.P.C., LEMGRUBER, E.F. **Mercado de Capitais: análise empírica no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2000. (Coleção COPPEAD de administração)

ÇURUK, T., and COOKE, T., **Accounting for Lease Contracts: The Acceptability of International Principles and Practices in Turkey**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., Research In Accounting in Emerging Economies. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

CYSNE, Ruben Penha, FARIA, Lauro Flávio Vieira de. **Considerações sobre Sistema Financeiro Brasileiro**. Disponível: <http://www.econofinance.com/papers/cysne.htm> [capturado em 19 Mar. 2003]

DA SILVA, C.R.L. LUIZ, S. **Economia e Mercados – Introdução à Economia**. São Paulo: Editora Saraiva. 15ª Edição, 1996.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. São Paulo: Qualitmark, 2001, 630 p.

DAMODARAN, Aswath. **The Dark Side of Valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies**. Prencite-Hall, 2001.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Trad. Jorge Ritter. – Porto Alegre: Bookman, 2002.

DAVIS-FRIDAY, P., and RIVERA, J., **Inflation Accounting and 20-F Disclosures: Evidence from Mexico**. Accounting Horizons, Vol. 14, Nº 2, 2000.

DAVIS-FRIDAY, P., FOLAMI, L.B., LIU, C.S., MITTELSTAEDT, F. **The Value Relevance of Financial Statement Recognition Versus Disclosure: Eficence from SFAS nº 106**. The Accounting Review, Nº 4, 1999.

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

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

DHALIWAL, Dan S., REYNOLDS, Stanley S. **The Effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient**. The Accounting Review, Vol. 69, Nº 2 (April, 1994), 412-419.

DIGA, J.G., SAUDAGARAN, S.M., **Pre-1998 Reforms in Financial Reporting in Indonesia: the impact of Capital Market Developments**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., Research in Accounting in Emerging Economies. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

DOWNES, John. **Dicionário de Termos Financeiros e de Investimentos**. São Paulo: Nobel, 1993.

EASTON, P.D., HARRIS, T.S. **Earnings as an Explanatory variable for returns**. Journal of Accounting Research. Vol. 29, N° 1, Spring 1991.

ELTON, E.J.; GRUBER, M.J. **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**. 5. ed. USA: John Wiley & Sons Inc., 1995.

ELFAKHANI, Said, ZAHER, Tarek. **Differential Information Hypothesis, Firm Neglect and The Small Firm Size Effect**. Journal of Financial and Strategic Decisions. Volume 11, number 2, Fall 1998.

ENG, L.L., KHOO, A., TAN, R., **Communication of Private Information and The Valuation of Initial Public Offering in Singapore**. Journal of International Financial Management and Accounting. Oxford, p. 63-82, 1998.

ERRUNZA, V.R. **Efficiency and the programs to develop capital markets: the brazilian experience**. Journal of Banking and Finance, Amsterdam: North-Holland, v. 3, n. 4, p. 355-382, Dec. 1979.

FALCINI, Primo. **Avaliação Econômica de Empresas: técnica e prática**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 1995.

FALCÃO, Eduardo. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas**. Caderno de Estudos nº12. São Paulo: FIPECAFI, Setembro/1995.

FAMA Eugene F. **Efficient Capital Markets: II**. The Journal of Finance, Vol. 46, p. 1875-1617, Issue 5, December 1991.

_____. **Efficient capital markets: reply**. The Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, v. 31, n. 1, 9. 143-145, mar. 1976.

_____. **Efficiente capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

_____. **The Behavior of stock market prices**. The Journal of Business, Chicago: School of Business, v. 38, n. 1, p. 34-105, Jan. 1965.

_____.; FRENCH, K. R. **The cross-section of expected returns**. Journal of Finance, Vol. 47 (2), p. 427-465, 1992.

FRENCH, K.R.; ROLL, R. **Stock returns variances: the arrival of information and the reaction of traders**. Journal of Financial Economics, Amsterdam: North Holland, v. 17, n. 1, p. 5-26, Sept. 1986.

FILHO, Francisco Silva Cavalcante. **Mercado de Capitais**. 4ª edição revista e aumentada. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

FIRTH, M., **The Relative Information Content of the Release of Financial Results Data by Firms**. Journal of Accounting Research 19 (Autumn 1981), p. 521-529.

FISHER, Lawrence. **Some Stock-Market Indexes**. The Journal of Business, Volume 39, Issue 1, Part 2: Supplement on Security Prices (Jan. 1966), 191-225.

FONSECA, Junior Simon da, MARTINS, Gilberto de Andrade, TOLEDO, Luciano. **Estatística aplicada**. 2ª ed. – São Paulo: Atlas, 1985.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 12ª ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FOSTER, George. **Security Price Revaluation Implications of Sub-Earnings Disclosure**. Journal of Accounting Research, volume 13, Issue2 (Autumn, 1975), 283-292.

FOSTER, George. **Accounting Earnings and Stock Prices of Insurance Companies**. The Accounting Review, Vol. 50 (October 1975), pp. 686-698.

FOSTER, George, OLSEN, Chris, SHEVLIN, Terry. **Earnings Releases, Anomalies, and The Behavior of Security Returns**. The Accounting Review, Vol. 59, October 1984.

FORSGARDH, I.E., and K.HERTZEN, **The Adjustment of Stock Prices to New Information**. In E.J. Elton and M.J. Gruber, eds., International Capital Markets, p. 68-86. Amsterdam: North-Holland, 1975.

FREIRE, Hercules Vander de Lima & LIMA, Iran Siqueira **O Comportamento dos Dividendos versus Lucros Anormais**. In: XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-ROM, 20 a 24 de set. 2003.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades/FIPECAFI**. 5ª Edição revisada e atualizada. São Paulo: Atlas, 2000.

GALDÃO, A.; FAMÁ, R. **Avaliação da Eficiência no mercado acionário brasileiro por volatilidades comparadas, no período 1977-1996**. XXII ENANPAD, 22º, Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, set. 1998. 16 p.

GARCIA, André Luiz Gonçalves, BUGARIN, Maurício Soares. **Incentivos para os Administradores de Empresas Estatais: O Papel dos Dividendos Mínimos Obrigatórios e o Desenho Ótimo de Salários**. Anais do Primeiro Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo: julho, 2001.

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

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira: essencial**. Traduzido da 2ª. ed. de Principles of Managerial Finance: Brief por Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GONODES, Nicholas J. **The Capital Market, The Market for Information, and External Accounting**. The Journal of Finance. Volume 31, Issue 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association Dallas, Texas December 28-30, 1975 (May, 1976), 611-630.

GORDON, Porter. **Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns**. Journal of Accounting Research. Vol. 30. Nº 1, Spring 1992.

GRANT, E.B. **Market Implications of Differential Amounts of Interim Information**. Journal of Accounting Research 18 (Spring 1980), pp. 255-268.

GRINBLATT, Mark, TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. McGraw-Hill, 1998.

GUJARATI, D. N.. **Econometria básica**. Traduzido por Ernesto Yoshida. São Paulo :Makron Books, 2000.

HACKETT, Graham, LUFFRUM, Peter. **Business Decision Analysis: an active learning approach**. Blackwell Business, 1999.

HARRIS, Trevor S., LANG, Mark, MOLLER, Peter. **The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis**. Journal of Accounting Research, vol. 32, Nº 2 (Autumn, 1994), 187-209

HAGIGI, M., TAN, J., WU, E., **Financial Reporting in the Emerging Chinese Economy: State-Owned Enterprises, Joint Ventures and Public Corporations**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., Research in Accounting em Emerging Economies. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 200.

HAUGEN, R.A. **The new finance: the case against efficient markets**. New Jersey: Printice-Hall, Inc., 1995.

HENDRIKSEN, Eldon S., VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**; Tradução de Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: Atlas, 1999.

HILL, R.C. GRIFFITHS, W.E. JUDGE, G.G. **Econometria**. Tradução Alfredo Alves de Farias, Revisão Técnica Rubens Nunes. São Paulo: Saraiva, 2000.

HOSSAIM, M., PERERA B., RAHMAN, A.R., **Voluntary Disclosure in The Annual Reports of New Zealand Companies**. Journal of International Financial Management and Accounting. Oxford, p. 69-88, 1995.

HOUSTON, William. **Riding The Business Cycle: How six climatic and economic cycles are changing our lives**. Warner Books, 1995.

HUTAGOL, J.L., HARRISON, G.L., and MACKINON, J.L., **Statutory Control in Accounting and Regulation: A Case Study of the Development and Financial Supervisory Board (BPKD) of Indonesia**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., *Research In Accounting in Emerging Economies*. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 6ª ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARION, José Carlos. **Introdução à teoria da contabilidade para o nível de graduação**. 3ª ed. – São Paulo: Atlas, 2002.

IVANA DALL'ANGNOL. **Retornos Anormais e Estratégias Reversas**. Dissertação de Mestrado, Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) – Fundação Getúlio Vargas (FGV). Rio de Janeiro: Agosto, 2001.

IMHOFF, Jr., Eugene A., LOBO, Gerald J. **The effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients**. *The Accounting Review*. Vol. 62, nº2. April, 1992, pp. 427-439.

JELIC, R., ALEXANDRE, D., BRISTON, R.. **Accounting in Transitional Economies: A Case Study of Consolidation Regulations in the Czech Republic**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., *Research in Accounting in Emerging Economies*. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

JENSEN, M.C. **Some anomalous evidence regarding market efficiency**. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 6, n. 1, p. 95-101, Mar. 1978.

JINDRICHOVSKA, Irena. **Earnings Response Coefficients in The Czech Market**. Research Paper 2001-1. Ysgol Rheolaeth a Busnes School of Management and Business.

JOOS, Peter, LANG, Mark. **The Effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union**. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, *Studies on Accounting, Financial Disclosures and the Law*. (1994), 141-168.

KAENE, S.M. **Stock market efficiency**. Oxford: Philip Allan Publishers Limited, 1985.

KASSAI, José Roberto, KASSAI, Sílvia, SANTOS, Ariovaldo dos, ASSAF NETO, Alexandre. **Retorno de Investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Atlas, 1999.

KENDALL, M.G. **The analysis of economic time series, Part I – Prices**. *The Journal of the Royal Statistical Society*, London: The Society, v. 96, p. 11-25, 1953 (Part I).

KNIGHT, R.F.. **The Association Between Published Accounting Data and The Behavior of Share Prices**. Unpublished doctoral thesis. Cape Town: University of Cape Town, 1983.

KOTHARI, S.P. **Capital Markets Research in Accounting**. Cambridge: Dezembro, 2000. Disponível: <http://web.mit.edu/kothari/www/>

KORMENDI, Roger, LIPE, Robert. **Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns**. Journal of Business, 1987, vol.60, nº 3.

LA PORTA, Rafael. **Expectations and the Cross-Section of Stocks Returns**. The Journal of Finance, Vol. 51, Nº 5 (Dec., 1996), 1715-1742.

LA PORTA, R., LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A., VISHNY, R. **Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency**. The Journal of Finance, Vol. 52, Nº 2 (Jun., 1997), 859-874.

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W. **Legal Determinants of External Finance**. The Journal of Finance, vol. 52, Nº 3, 1997 (Jul.,97), 1131-1150.

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W. **Law and Finance**. The Journal of Political Economy, vol. 106, Nº 6 (Dec.,1998), 1113-1155.

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. **Corporate Ownership around the world**. The Journal of Finance, vol. 54, Nº 2 (Apr.,1999), 471-517.

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W. **Agency Problems and Dividend Policies around the World**. The Journal of Finance, Vol. 55, Nº 1 (Feb., 2000), 1-33.

LEAL, R.P.C.. **Retornos anormais e sinalização nas aberturas de capital**. Revista Brasileira do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, v. 14, n. 40, p. 33-48, 1988/1989.

LEAL, R.P.C.; AMARAL, A.S. **Um momento para o “insider information”: o período anterior ao anúncio de uma emissão pública de ações**. Revista Brasileira do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, v. 15, n. 41, p. 21-26, 1990.

LEAL, R.P.C.; SANDOVAL, E.B. **Anomalias nos mercados de ações de países em desenvolvimento**. XVIII ENANPAD, 18º, Anais... Curitiba: ANPAD, set. 1994. p. 213-221.

LEAL, R.P.C.; CARVALHAL, A.; ALOY JR. R.; LAPAGESSE, G. **Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras**. Anais 25º ENANPAD, Florianópolis, 2000.

LEITE, Hélio de Paula, SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Valor Patrimonial: Usos, Abusos e Conteúdo Informacional**. Revista de Administração de Empresas, Jul./Set., p. 17-31, 1990.

LEITE, Hélio de Paula, SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1994.

- LEITE DA SILVA, César Roberto. **Economia e Mercados, Introdução a Mercados**. 15ª ed. – São Paulo: Saraiva, 1996.
- LEMGRUBER, E.F., DA SILVA, A. L. C., LEAL, R.P.C., COSTA Jr., N.C.A. **Gestão de risco e derivativos: aplicações no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2001. (Coleção COPPEAD de administração)
- LEMGRUBER, E.F.; BECKER, J.L.; CHAVES, T.B.S. **O efeito fim de semana no comportamento dos retornos diários de índice de ações**. XII ENANPAD, 12º, Anais... Natal: ANPAD, set. 1988. p. 873-878.
- LEMOIS, M.O.; COSTA JR., N.C.A. **O efeito de sobre-reação no curto prazo no mercado de capitais brasileiro**. XIX ENANPAD, 19º, Anais... João Pessoa: ANAPAD, set. 1995. p. 293-309.
- LEROY, S.F. **Efficient capital markets and martingales**. Journal of Economic Literature, Nashville: American Economic Association, v. 37, n. 5, p. 1583-1621, Dec. 1989.
- _____. **Efficient capital markets: comment**. The Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, v. 31, n.1, Mar. 1976.
- LEUZ, Christian, VERRECHIA, Robert E. **The economic consequences of increased disclosure**. Journal of Accounting Research. Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and The Economics of the Firm (2000), 91-124.
- LEV, Baruck, THIAGARAJAN, Ramu. **Fundamental Information Analysis**. Journal of Accounting Research. Vol. 31, Nº 2, Autumn, 1993.
- LEVINE, D.M. BERENSON, M.L. STEPHAN, D. **Estatística: Teoria e Aplicações**. Rio de Janeiro: LTC - Livros Técnicos e Científicos Editora, 2000.
- LIPE, Robert. **The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information**. The Accounting Review. Vol. 65, Nº 1, January, 1990, pp. 49-71.
- LIN, Z., e FENG, C. **Toward Internationally Accepted Accounting Practices: Improvement of Chinese Accounting Regulations**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., Research in Accounting in Emerging Economies. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.
- LOPES, Alexsandro Broedel. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.
- LOPES, Alexsandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, Aleksandro Broedel & TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo. **Valuation Properties of Accounting Numbers in Brazil**. XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-ROM, 20 a 24 de set. 2003.

LOPES, Aleksandro Broedel, CARVALHO, Luiz Nelson Guedes. **Lucro vs Dividendos na Avaliação de Empresas: um Estudo Empírico do Caso Brasileiro**. XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-ROM, 20 a 24 de set. 2003.

LOSS, Lenita. **O Inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras**. Working Paper. Mestrado Profissionalizante em Contabilidade (concentração: finanças), FUCAPE – Fundação capixaba de pesquisa em contabilidade, economia e finanças. Junho, 2003.

LOUZADA, Luiz Cláudio; SANTANNA, Dimitri Pinheiro de & TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo. **A Relação entre Market-to-Book Equity e Lucros Anormais no Mercado de Capitais no Brasil**. In: XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-ROM, 20 a 24 de set. 2003.

LUCAS, R.E. **Asset prices in an exchange economy**. *Econometrica*, Menasha, WIS: Econometric Society, v. 46, n. 6, p. 1429-1446, Nov. 1978.

MACKINLEY, A. Craig. **Event Studies in Economics and Finance**. *Journal of Economics Literature*, Vol. 35, p. 13-39, Issue 1, March 1997.

MALUF FILHO, J.A. **Eficiência do mercado de opções da Bolsa de Valores de São Paulo**. *Revista de Administração*, São Paulo, FEA/USP, v. 26, n. 3, p. 12-22, jul.-set. 1991.

MANUAL DE CONTABILIDADE DO SERVIÇO PÚBLICO SETOR ELÉTRICO. Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL. Disponível: <http://www.aneel.gov.br> [capturado em 19 fev. 2002]

MARTINEZ, A.L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 2ª ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

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

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços**: Abordagem básica e gerencial. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 1998.

MATOS, Orlando Carneiro de. **Econometria básica: teoria e aplicações**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1997.

MENEZES, J.C.F. **Mercado Acionário Brasileiro: a evolução recente e sua eficiência informacional fraca**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD/UFRJ. Rio de Janeiro: UFRJ, 1981.

MORAES, R. de Oliveira. **Regressão Linear: uma ferramenta na evidenciação dos impactos tributários nas demonstrações contábeis**. Anais da 23ª ENANPAD, Foz do Iguaçu, 1999.

MUNIZ, C.J. **Testes Preliminares de eficiência do mercado de ações brasileiro**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, v. 6, n.16, p. 80-94, jan.-abr. 1980.

NOVIS NETO, Jorge Augusto, SAITO, Richard. **Dividend Yields e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro**. Anais da 26ª ENANPAD, Salvador, 2002.

NOBREGA, M., et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. Tendência – consultoria integrada Bovespa. São Paulo: maio 2000. Disponível: <http://www.bovespa.com.br> [capturado em 23 abr. 2004]

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

O'CONNELL, V. **The Information Content of Security Prices on the Irish Stock Exchange**. British Accounting Review, 27, 311-324, 1995.

OPPONG, A. **Information Content of Annual Earnings Announcements Revisited**. Journal of Accounting Research, Vol. 18. Nº 2 (Autumn, 1980), 574-584.

OSBORNE, M., **Brownian Motion in the Stock Market**. Operations Research, p. 145-173, March-April 1959.

OWUSU-ANASAH, S., **Noncompliance with Corporate Annual Report Disclosure Requirements in Zimbabwe**. In Wallace, R., Samuels, J., Briston, R., and Saudagaran, S., Research in Accounting in Emerging Economies. JAI Press Inc., Stamford Connecticut, 2000.

PLANO CONTÁBIL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (COSIF). Banco Central do Brasil – BACEN. Disponível: <http://www.bacen.gov.br> [capturado em 21 fev. 2002]

PORTELLA, Gualter Ramalho. **Modelos de Avaliação de Empresas Baseados em Demonstrações Financeiras e Importância Relativa do Balanço e da Demonstração de Resultado**. Anais da 24ª ENANPAD, Florianópolis, 2000.

PELLICER, Maria Jose Arcas, REES, William Page. **Regulities in the equity price response to earnings announcements in Spain**. Working Paper 99-9. Department of Accounting & Finance. University of Glasgow.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro, NESS JR., Walter Lee. **Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: Um Estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro**. Anais do 24º ENANPAD, Florianópolis, 2000.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Demonstrações Financeiras e Sinopse Legislativa: Guia 2002/2003**. 12ª Edição. São Paulo: PricewaterhouseCoopers, dez/2002.

PROCIANOY, J. L.; CASELINI, C. N.. **A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos**. Revista de Administração. 1997.

PRACIANOY, Jairo Laser, ANTUNES, Marco Aurélio. **Os Efeitos das Decisões de Investimento das Empresas sobre o preço de suas ações no mercado de capitais**. Anais do 25º ENANPAD, Campinas, 2001.

RAMOS, P.B., PIKANÇO, M.B., COSTA JR., N.C.A. da. **Retorno e Riscos das Value e Growth Stocks no mercado brasileiro**. Resenha BM&F, v. 124, p. 41-50, jun. 1998.

RICCIO, Edson Luiz. **Accounting Research in Brazilian Universities – 1962-1999**. 11TH Asian-Pacific Conference. Melbourne, Australia, 1999.

RODRIGUES, M.R.A. **O Efeito Valor, O Efeito Tamanho e o Modelo Multifatorial: Evidências do Caso Brasileiro**. Anais do 25º ENANPAD, Florianópolis, 2000.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, RANDOLPH W., e JAFFE, JEFFREY F.. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROQUE, K. FAMÁ, R. **Dominando Finanças**. [capturado em 02 abril 2004].

SALLES, A. A. **Eficiência informacional do mercado futuro do Ibovespa**. XV ENANPAD, 15º Anais. Salvador: ANPAD, p. 151-164, set. 1991.

SANVICENTE, A.Z., **A Contabilidade e a Teoria da Informação**. Caderno de Estudos da FIPECAFI. Vol. 11, Setembro/Dezembro 1999. São Paulo: Fipecafi-FEA/USP.

SAMUELSON, P.A. **Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly**. Industrial Management Review, p. 41-49, Spring, 1965.

SARLO NETO, A. 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**. Anais da 26ª ENANPAD, Salvador, 2002.

SARLO NETO, Alfredo Sarlo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro & TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo. **Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro**. In: 3º

CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2003, São Paulo (SP). Anais em CD-ROM, 1º a 02 de out. 2003.

SCHIEHLL, Eduardo. **O Efeito da Divulgação das Demonstrações Financeiras: um estudo sobre a variação das ações**. Dissertação (Mestrado) – PPGA/UFRGS. 1996.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo Financeiro das Tesourarias – Bancos e Empresas**. São Paulo: Saint Paul, 1999.

SOARES, R.O., ROSTANO, L.M., SOARES, K.T.C. **Estudo de Evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal**. Anais da 26ª ENANPAD, Salvador, 2002.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileira**. 2º Encontro Brasileiro de Finanças – SBFIN, 2001.

STEVENSON, William J. **Estatística Aplicada à Administração**. São Paulo: Editora Harbra, 1986.

SHEVLIN, Terry, SHORES, D. **Firm Size, Security Returns, and Unexpected Earnings: The Anomalous Signed-Size Effect**. Contemporary Accounting Research, Vol. 10, Nº 1, (Fall 1993) pp 1-30.

TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

TEETS, Walter. **The Association between stock market responses to earnings announcements and regulation of electric utilities**. Journal of Accounting Research. Vol. 30, Nº 2, Autumn: 1992

TEOH, Siew Hong, WONG, T.J. **Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient**. The Accounting Review. Vol. 68, Nº 2, April 1993.

THEÓPHILO, Carlos Renato. **Algumas Reflexões sobre Pesquisa Empíricas em Contabilidade**. Caderno de Estudos, São Paulo, FIEPECAFI, v.10, nº 19, p.9-15, Setembro/Dezembro, 1998.

TORRES, Ricardo, BONOMO, Marco, FERNANDES, Cristiano. **A Aleatoriedade do Passeio n Bovespa: testando a eficiência do mercado acionário brasileiro**. Ensaios Econômicos EPGE 402, 2000.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: princípios básicos**. 5ª Edição, Rio de Janeiro: campos, 2000.

VENTURA, L.C. **Como Proteger 50 milhões de Trabalhadores e Atingir 70% do PIB**. Disponível: www.webm6.uol.com.br/cgi-bin/ [capturado em 11 Mar. 2004].

VIEIRA, K., PRACIANOY, J. **Reações do Mercado a Stock Splits e Stock Dividends: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez**. Anais da 22º ENANPAD, Foz do Iguaçu, 1998.

VIEIRA, K., PRACIANOY, J. **Reação dos investidores a bonificações: um estudo em países da América Latina**.

VIEIRA, Kelmara Mendes. **Reação do Mercado a Stock Splits e Stock Dividends: Um Estudo de Evento e Um Teste de Liquidez**. PPGA/UFRGS, Rio Grande do Sul, 1998 (Dissertação de Mestrado)

ZANELLA, F.C. FERREIRA, L.N. **O Método de Geração da Informação Contábil, Brasileiro ou Norte-Americano, é Capaz de Surpreender os Consumidores da Informação? Um Estudo de Empresas Brasileiras com ADR's Nível III**. XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-ROM, 20 a 24 de set. 2003.

ZENTGRAF, Roberto. **Estatística Objetiva**. Rio de Janeiro, ZTG, 2001.

WATTS, John. **Accounting in the business environment**. 2 ed. London: Financial Times Management. 1996. p. 200-280.

WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Princete-Hall, 1986.

WESTON, J. Fred., BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. São Paulo: Makron Books, 2000.

ANEXO A – Data de Divulgação das Demonstrações Financeiras

#	Ação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	ACESITA ON	05/03/1996	26/03/1997	15/04/1998	31/03/1999	14/03/2000	23/03/2001	28/03/2002
2	ACESITA PN	05/03/1996	26/03/1997	15/04/1998	31/03/1999	14/03/2000	23/03/2001	28/03/2002
3	ADUBOS TREVO PN	29/03/1996	28/04/1997	10/02/1998	05/07/1999	20/04/2000	30/03/2001	23/02/2002
4	Alfa Cons. PNB	05/02/1996	13/02/1997	09/02/1998	12/02/1999	09/02/2000	01/03/2001	14/02/2002
5	Alfa Financ. PN	05/02/1996	13/02/1997	13/08/1998	09/02/1999	09/02/2000	01/03/2001	14/02/2002
6	Alfa Holding PNB	05/02/1996	13/02/1997	09/02/1998	12/02/1999	09/02/2000	01/03/2001	14/02/2002
7	Alfa Investim. ON	05/02/1996	07/02/1997	09/02/1998	09/02/1999	09/02/2000	01/03/2001	14/02/2002
8	Alfa Investim. PN	05/02/1996	07/02/1997	09/02/1998	09/02/1999	09/02/2000	01/03/2001	14/02/2002
9	ALPARGATAS ON	29/02/1996	14/03/1997	20/03/1998	11/03/1999	03/04/2000	25/03/2001	12/03/2002
10	ALPARGATAS PN	29/02/1996	14/03/1997	20/03/1998	11/03/1999	03/04/2000	25/03/2001	12/03/2002
11	AMBEV ON	08/03/1996	18/02/1997	18/02/1998	01/03/1999	30/03/2000	08/03/2001	05/03/2002
12	AMBEV PN	08/03/1996	18/02/1997	18/02/1998	01/03/1999	30/03/2000	08/03/2001	05/03/2002
13	ARACRUZ PNB	23/02/1996	25/02/1997	19/02/1998	12/02/1999	01/02/2000	17/01/2001	16/01/2002
14	AVIPAL ON	19/04/1996	04/04/1997	02/04/1998	29/03/1999	22/03/2000	04/04/2001	27/03/2002
15	BARDELLA PN	29/03/1996	26/03/1997	25/03/1998	26/03/1999	17/03/2000	24/03/2001	21/03/2002
16	BELGO MINEIRA ON	12/03/1996	07/03/1997	02/03/1998	02/03/1999	03/03/2000	08/03/2001	08/03/2002
17	BELGO MINEIRA PN	12/03/1996	07/03/1997	02/03/1998	02/03/1999	03/03/2000	08/03/2001	08/03/2002
18	BESC PNB	31/01/1996	13/02/1997	04/02/1998	01/05/2000	03/05/2000	28/03/2001	22/03/2002
19	BIC CALOI PNB	02/04/1996	07/04/1997	01/04/1998	06/04/1999	06/04/2000	28/04/2001	16/01/2002
20	BOMBRIL PN	02/04/1996	26/03/1997	13/04/1998	16/04/1999	29/03/2000	04/04/2001	16/05/2002
21	BRADESCO ON	30/01/1996	28/01/1997	05/02/1998	28/01/1999	31/01/2000	06/02/2001	06/02/2002
22	BRADESCO PN	30/01/1996	28/01/1997	05/02/1998	28/01/1999	31/01/2000	06/02/2001	06/02/2002
23	BRASIL ON	25/03/1996	25/02/1997	04/05/2001	12/02/1999	27/03/2000	15/02/2001	28/02/2002
24	BRASKEM PNA	17/01/1996	22/01/1997	29/01/1998	01/02/1999	30/01/2000	12/07/2001	06/02/2002
25	BUNGE BRASIL ON	13/03/1996	25/03/1997	25/03/1998	12/03/1999	21/03/2000	16/03/2001	09/04/2002
26	BUNGE BRA PN	13/03/1996	25/03/1997	25/03/1998	12/03/1999	21/03/2000	16/03/2001	09/04/2002
27	CAEMI METAL PN	28/03/1996	16/04/1997	25/03/1998	19/03/1999	29/02/2000	29/03/2001	27/02/2002
28	CEMIG ON	02/04/1996	20/03/1997	03/04/1998	30/03/1999	16/03/2000	31/03/2001	06/12/2001
29	Cemig PN	02/04/1996	20/03/1997	03/04/1998	30/03/1999	16/03/2000	31/03/2001	06/12/2001
30	CESP PN	26/03/1996	26/03/1997	31/03/1998	17/03/1999	23/03/2000	23/03/2001	28/03/2002
31	CHAPECÓ PN	28/03/1996	28/04/1997	13/08/1999	13/08/1999	04/04/2000	10/04/2001	25/04/2002
32	CIA HERING PN	29/03/1996	02/04/1997	31/03/1998	01/03/1999	17/04/2000	22/03/2001	28/03/2002
33	CIM. ITAU PN	02/04/1996	21/03/1997	26/03/1998	31/03/1999	27/03/2000	30/03/2001	16/04/2002
34	CONFAB PN	20/03/1996	25/03/1997	26/03/1998	09/09/1999	31/03/2000	28/03/2001	06/03/2002
35	CREMER PN	20/03/1996	02/04/1997	27/03/1998	30/03/1999	17/02/2000	01/03/2001	24/03/2002
36	DURATEX PN	13/02/1996	04/02/1997	06/02/1998	25/02/1999	24/02/2000	20/02/2001	02/03/2002
37	EBERLE PN	10/05/1996	19/05/1997	19/05/1998	13/04/1999	14/04/2000	19/10/2001	31/05/2002
38	ELETOBRAS PNB	27/03/1996	21/03/1997	21/01/1998	09/03/1999	17/03/2000	07/11/2001	18/04/2002
39	EMBRACO PN	21/03/1996	25/02/1997	17/03/1998	28/01/1999	14/03/2000	13/04/2001	23/03/2002
40	EMBRAER PN	28/03/1996	31/03/1997	17/03/1998	06/04/1999	30/03/2000	26/04/2001	27/03/2002
41	ESTRELA PN	17/04/1996	15/04/1997	14/04/1998	14/04/1999	04/04/2000	18/04/2001	19/04/2002
42	ETERNIT ON	22/03/1996	25/03/1997	26/03/1998	25/03/1999	23/03/2000	31/03/2001	28/03/2002
43	FERBASA PN	12/03/1996	17/04/1997	15/04/1998	13/04/1999	03/04/2000	17/04/2001	08/03/2002
44	FERTIBRAS PN	21/03/1996	01/04/1997	02/04/1998	16/03/1999	15/03/2000	21/03/2001	23/03/2002
45	FORJ TAURUS PN	29/03/1996	03/04/1997	27/03/1998	18/03/1999	27/03/2000	31/03/2001	22/03/2002
46	FRAS-LE PN	24/04/1996	07/03/1997	26/03/1998	30/03/1999	30/03/2000	22/02/2001	12/03/2002
47	GERDAU MET PN	15/02/1996	26/03/1997	29/01/1998	08/02/1999	11/02/2000	21/02/2001	22/03/2002
48	GERDAU PN	15/02/1996	25/03/1997	29/01/1998	08/02/1999	11/02/2000	21/02/2001	26/03/2002
49	GUARARAPES ON	28/03/1996	20/03/1997	02/03/1998	10/03/1999	17/03/2000	18/04/2001	14/03/2002
50	GUARARAPES PN	28/03/1996	20/03/1997	02/03/1998	10/03/1999	17/03/2000	18/04/2001	14/03/2002
51	IND ROMI PN	16/02/1996	20/02/1997	19/02/1998	11/03/1999	24/02/2000	11/10/2001	22/02/2002
52	INEPAR PN	19/04/1996	26/03/1997	15/04/1998	17/08/1999	03/04/2000	14/07/2001	25/04/2002
53	IOCHP-MAXION PN	27/03/1996	07/04/1997	13/04/1998	30/04/1999	24/03/2000	06/04/2001	19/02/2002

54	IPIRANGA DIST PN	28/03/1996	03/03/1997	26/03/1998	29/03/1999	29/02/2000	23/03/2001	12/03/2002
55	Ipiranga Pet PN	28/03/1996	03/03/1997	26/03/1998	29/03/1999	29/02/2000	23/03/2001	13/03/2002
56	REF IPIRANGA PN	28/03/1996	03/03/1997	26/03/1998	29/03/1999	29/02/2000	23/03/2001	13/03/2002
57	ITAUBANCO ON	16/02/1996	19/02/1997	12/02/1998	24/02/1999	15/02/2000	01/06/2001	06/03/2002
58	ITAUBANCO PN	16/02/1996	19/02/1997	12/02/1998	24/02/1999	15/02/2000	01/06/2001	06/03/2002
59	ITAUSA ON	14/03/1996	05/03/1997	04/03/1998	17/03/1999	22/03/2000	22/03/2001	20/03/2002
60	ITAUSA PN	14/03/1996	05/03/1997	04/03/1998	17/03/1999	22/03/2000	22/03/2001	20/03/2002
61	ITAUTEC ON	23/02/1996	25/02/1997	05/02/1998	31/03/1999	25/02/2000	09/03/2001	14/03/2002
62	JB DUARTE PN	12/04/1996	02/04/1997	03/04/1998	15/04/1999	14/04/2000	01/05/2001	10/01/2002
63	KLABIN PN	13/03/1996	20/03/1997	07/04/1998	07/04/1999	28/03/2000	12/07/2001	19/03/2002
64	KUALA PN	28/03/1996	31/03/1997	31/03/1998	29/03/1999	28/04/2000	04/05/2001	10/05/2002
65	LIGHT ON	27/02/1996	06/03/1997	09/03/1998	18/02/1999	24/03/2000	23/03/2001	31/01/2002
66	LOJAS AMERICANAS ON	29/03/1996	04/03/1997	26/03/1998	22/02/1999	30/03/2000	31/03/2001	26/02/2002
67	LOJAS AMERICANAS PN	29/03/1996	04/03/1997	26/03/1998	22/02/1999	30/03/2000	31/03/2001	26/02/2002
68	MAGNESITA PNB	22/03/1996	24/03/1997	30/03/1998	26/03/1999	30/03/2000	27/03/2001	27/03/2002
69	MENGELS PN	01/04/1996	02/04/1997	31/03/1998	31/03/1999	04/04/2000	31/03/2001	28/03/2002
70	MARCOPOLO PN	25/03/1996	13/03/1997	24/03/1998	18/03/1999	23/03/2000	02/03/2001	21/03/2002
71	MERC SÃO PAULO PN	30/01/1996	23/01/1997	15/01/1998	18/01/1999	13/01/2000	17/01/2001	28/03/2002
72	METAL LEVE PN	22/02/1996	18/03/1997	27/02/1998	12/03/1999	28/03/2000	03/04/2001	21/03/2002
73	METISA PN	27/03/1996	02/04/1997	02/04/1998	30/03/1999	30/03/2000	15/05/2001	15/03/2002
74	MULTIBRAS PN	25/03/1996	21/03/1997	13/03/1998	01/02/1999	14/03/2000	27/03/2001	22/03/2002
75	PARANAPANEMA PN	01/04/1996	11/04/1997	03/04/1998	31/03/1999	30/03/2000	28/03/2001	13/04/2002
76	PAULISTA F LUZ PN	22/03/1996	26/02/1997	18/03/1998	29/03/1999	27/03/2000	26/06/2001	28/03/2002
77	PERDIGÃO PN	01/03/1996	14/03/1997	10/03/1998	12/03/1999	01/03/2000	09/03/2001	07/03/2002
78	PETROBRAS ON	27/02/1996	19/02/1997	27/02/1998	24/02/1999	16/02/2000	09/03/2001	22/02/2002
79	Petrobras PN	27/02/1996	19/02/1997	27/02/1998	24/02/1999	16/02/2000	09/03/2001	22/02/2002
80	PETTENATI PN	12/02/1996	17/02/1997	11/02/1998	11/02/1999	03/02/2000	08/02/2001	23/03/2002
81	POLIALDEN PN	08/03/1996	03/04/1997	01/04/1998	29/03/1999	11/02/2000	14/02/2001	28/03/2002
82	PRONOR PNA	13/03/1996	26/03/1997	06/04/1998	23/04/1999	05/04/2000	04/04/2001	28/03/2002
83	RANDON PART. PN	12/03/1996	12/03/1997	26/03/1998	29/03/1999	29/03/2000	23/06/2001	19/03/2002
84	RIPASA PN	20/03/1996	31/03/1997	27/03/1998	31/03/1999	21/02/2000	13/03/2001	01/03/2002
85	SADIA SA PN	07/03/1996	11/03/1997	17/03/1998	24/02/1999	02/03/2000	15/03/2001	07/02/2002
86	SOUZA CRUZ ON	05/02/1996	03/02/1997	03/02/1998	08/02/1999	07/02/2000	09/02/2001	05/02/2002
87	SUDAMERIS ON	16/02/1996	13/02/1997	13/02/1998	18/02/1999	25/02/2000	20/02/2001	16/02/2002
88	SULTEPA ON	26/04/1996	06/05/1997	23/04/1998	22/04/1999	02/05/2000	12/05/2001	18/12/2001
89	SUPERGASBRAS PN	08/05/1996	29/04/1997	06/05/1998	23/04/1999	29/03/2000	25/03/2001	27/03/2002
90	SUZANO PN	01/04/1996	01/04/1997	02/04/1998	31/03/1999	20/03/2000	23/03/2001	28/03/2002
91	TEKA PN	02/04/1996	01/04/1997	10/04/1998	09/04/1999	04/04/2000	14/03/2001	20/02/2002
92	TELEMAR Norte Leste ON	25/03/1996	03/03/1997	22/01/1998	30/03/1999	24/03/2000	31/03/2001	28/03/2002
93	TELEMAR Norte Leste PNB	25/03/1996	03/03/1997	22/01/1998	30/03/1999	24/03/2000	31/03/2001	28/03/2002
94	TELESP Oper. ON	22/03/1996	03/03/1997	22/01/1998	17/02/1999	16/02/2000	29/03/2001	28/02/2002
95	Telesp Oper. PN	22/03/1996	03/03/1997	22/01/1998	17/02/1999	16/02/2000	29/03/2001	28/02/2002
96	TRAFO PN	01/04/1996	02/04/1997	01/04/1998	05/04/1999	23/03/2000	19/05/2001	04/04/2002
97	TREVISA PN	10/04/1996	29/04/1997	12/02/1998	07/07/1999	28/04/2000	06/02/2001	01/02/2002
98	TRIKEM PN	03/04/1996	16/04/1997	06/05/1998	24/04/1999	12/04/2000	13/04/2001	05/04/2002
99	TUPY PN	12/04/1996	01/04/1997	26/03/1998	24/03/1999	10/03/2000	21/03/2001	27/03/2002
100	UNIBANCO ON	29/02/1996	26/02/1997	12/02/1998	09/02/1999	17/02/2000	15/02/2001	22/02/2002
101	UNIBANCO PN	29/02/1996	26/02/1997	12/02/1998	09/02/1999	17/02/2000	15/02/2001	22/02/2002
102	UNIPAR PNB	03/04/1996	31/03/1997	01/04/1998	06/04/1999	29/03/2000	29/03/2001	24/03/2002
103	VALE ON	22/02/1996	06/03/1997	12/03/1998	05/03/1999	25/02/2000	05/04/2001	12/03/2002
104	VALE PNA	22/02/1996	06/03/1997	12/03/1998	05/03/1999	25/02/2000	05/04/2001	12/03/2002
105	VARIG PN	27/03/1996	02/04/1997	08/04/1998	14/04/1999	07/04/2000	31/03/2001	12/04/2002
106	VIGOR PN	19/03/1996	28/02/1997	17/02/1998	10/08/1999	28/03/2000	28/04/2001	10/04/2002
107	VOTORANTIM PN	22/03/1996	28/02/1997	31/03/1998	05/03/1999	02/03/2000	12/02/2001	02/02/2002
108	WEG PN	08/03/1996	27/02/1997	26/02/1998	29/03/1999	15/02/2000	21/02/2001	01/03/2002

ANEXO B.1 – LUCRO POR AÇÃO

#	Empresa	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98	dez/99	dez/00	dez/01
1	Acesita ON	(0,00088)	(0,00046)	0,00001	(0,00207)	0,00132	0,00069	(0,00047)
2	Acesita PN	(0,00088)	(0,00046)	0,00001	(0,00207)	0,00132	0,00069	(0,00047)
3	Aubos Trevo PN	(0,06615)	0,03523	0,02495	(0,02436)	(0,02266)	0,04642	(0,00006)
4	Alfa Consorcio PNF	0,09825	0,24932	(0,15354)	0,26423	(0,23734)	(0,42570)	0,07056
5	Alfa Financeira PN	0,27943	0,03468	0,00747	(0,13792)	0,05968	(0,04121)	0,05984
6	Alfa Holding PNB	0,00272	0,30759	(0,18443)	0,19127	(0,20509)	(0,37201)	0,05338
7	Alfa Investimentos ON	(0,00890)	1,44310	(1,11818)	0,62941	(0,40626)	(0,43341)	0,08723
8	Alfa Investimentos PN	(0,00890)	1,44310	(1,11818)	0,62941	(0,40626)	(0,43341)	0,08723
9	Alpargatas ON	(0,02821)	(0,04806)	(0,05352)	0,09787	0,01164	0,00762	(0,02406)
10	Alpargatas PN	(0,02821)	(0,04806)	(0,05352)	0,09787	0,01164	0,00762	(0,02406)
11	Ambev ON	0,00615	0,00174	0,00522	(0,00617)	(0,00208)	0,00240	0,00704
12	Ambev PN	0,00615	0,00174	0,00522	(0,00617)	(0,00208)	0,00240	0,00704
13	Aracruz PNB	0,08553	(0,68075)	0,00045	(0,15365)	0,26147	0,45195	(0,35244)
14	Avipal ON	(0,00039)	0,00039	0,00003	(0,00025)	(0,00037)	0,00047	(0,00003)
15	Bardella PN	(44,14709)	14,16619	11,07417	(2,07655)	(3,60028)	(2,28763)	(10,27896)
16	Belgo Mineira ON	(0,00172)	(0,00299)	0,01029	(0,00392)	(0,02447)	0,11366	(0,07257)
17	Belgo Mineira PN	(0,00172)	(0,00299)	0,01029	(0,00392)	(0,02447)	0,11366	(0,07257)
18	Besc PNB	(0,00147)	(0,00085)	(0,00010)	(0,01355)	0,00515	0,00616	0,00030
19	Bic Caloi PNB	(0,00153)	0,00016	(0,00709)	0,00694	0,00063	0,00013	0,00007
20	Bombril PN	(0,00531)	(0,00007)	(0,00293)	(0,00041)	0,00556	(0,00389)	0,00189
21	Bradesco ON	0,00001	0,00033	(0,00010)	0,00014	(0,00017)	0,00044	0,00020
22	Bradesco PN	0,00001	0,00034	(0,00011)	0,00014	(0,00017)	0,00043	0,00020
23	Brasil ON	(0,08221)	0,06111	0,02009	0,00065	(0,00038)	0,00008	0,00001
24	Braskem PNA	0,01263	(0,15036)	0,05424	(0,06461)	0,12928	0,03127	(0,17178)
25	Bunge Brasil ON	(0,01535)	0,15435	0,18460	(0,66543)	0,71771	(0,06800)	0,38265
26	Bunge Brasil PN	(0,01535)	0,15435	0,18460	(0,66543)	0,71771	(0,06800)	0,38265
27	Caemi Metal PN	(0,02206)	(0,04344)	0,04604	0,00593	0,01250	0,00499	0,00391
28	Cemig ON	(0,00629)	(0,00029)	0,00085	0,00168	(0,00455)	0,00287	0,00014
29	Cemig PN	(0,00629)	(0,00029)	0,00085	0,00168	(0,00455)	0,00287	0,00014
30	Cesp PN	(0,00347)	(0,00166)	0,00922	(0,00207)	(0,00391)	(0,00587)	(0,00424)
31	Chapeco PN	(9,63496)	(42,93548)	8,52933	6,65414	27,65832	(0,75557)	(0,13783)
32	Cia Hering PN	0,00467	(0,00354)	0,00237	0,00001	(0,00075)	0,00065	(0,00020)
33	Cim Itau PN	(0,04348)	0,00262	0,01039	0,01156	0,00442	0,04735	0,03911
34	Confab PN	(1,10026)	0,83341	0,17857	0,33967	(0,43028)	(0,45269)	0,74342
35	Cremer PN	(0,07763)	(0,12058)	0,09002	0,05914	0,03158	(0,02269)	(0,00209)
36	Duralex PN	0,00090	0,00033	0,00095	0,00025	(0,00602)	0,00491	(0,00192)
37	Eberle PN	(0,00853)	(1,78976)	1,06451	(0,23230)	3,73177	(2,72886)	0,05628
38	Eletronbras PNB	(0,00350)	0,00479	0,00229	(0,00359)	(0,00456)	0,00417	0,00112
39	Embraco PN	0,04132	(0,06374)	0,07190	0,05070	(0,06515)	0,02392	0,11750
40	Embraer PN	3,54832	3,34757	0,54424	0,50806	0,64567	0,26030	0,43139
41	Estrela PN	(8,37311)	5,57438	2,77442	0,18136	(0,03986)	(0,08806)	0,00692
42	Eternit ON	(0,05114)	0,04458	(0,00202)	0,03091	0,03038	(0,09957)	(0,03170)
43	Ferbasa PN	0,01606	(0,00801)	(0,00873)	(0,00228)	0,01610	0,00393	0,01674
44	Fertibras PN	(2,29064)	1,19342	(0,79863)	0,22913	(0,25060)	0,33367	(0,27990)
45	Forjas Taurus PN	(0,00020)	0,00003	0,00010	0,00012	0,00008	(0,00005)	0,00009
46	Fras-Le PN	(0,01363)	0,01558	0,00034	(0,00012)	(0,00032)	0,00021	(0,00007)
47	Gerdau Met PN	(0,00398)	0,00222	(0,00093)	0,00245	0,00442	(0,00061)	0,00077
48	Gerdau PN	(0,00075)	0,00028	0,00012	0,00087	0,00168	0,00007	0,00034
49	Guararapes ON	0,29940	0,37344	(0,24452)	0,20789	0,10959	0,14062	(0,38614)
50	Guararapes PN	0,29940	0,37344	(0,24452)	0,20789	0,10959	0,14062	(0,38614)

51	Inds Romi PN	(0,00290)	(0,00036)	0,00069	(0,00648)	(0,00141)	0,00851	(0,00017)
52	Inepar Construcoes PN	(0,00301)	0,00169	(0,00134)	(0,00118)	(0,00680)	0,00004	0,00203
53	lochp-Maxion PN	(0,37433)	0,08115	0,06664	0,00236	0,05844	0,03186	0,00400
54	Ipiranga Dist PN	(0,00332)	0,00167	0,00242	0,00084	(0,00079)	(0,00265)	(0,00045)
55	Ipiranga Pet PN	(0,00233)	0,00114	0,00169	0,00081	(0,00361)	(0,00139)	(0,00056)
56	Ipiranga Ref PN	(0,00234)	(0,00005)	0,00192	0,00744	(0,00719)	(0,00080)	(0,00243)
57	Itaubanco ON	0,00014	0,00206	0,00182	0,00770	0,00446	(0,00298)	0,00899
58	Itaubanco PN	0,00014	0,00206	0,00182	0,00770	0,00446	(0,00298)	0,00899
59	Itausa ON	0,02022	0,01592	0,09643	0,10214	0,06827	(0,04484)	0,13818
60	Itausa PN	0,02022	0,01592	0,09643	0,10214	0,06827	(0,04484)	0,13818
61	Itautec ON	(3,47788)	0,76010	(4,14435)	2,02482	1,70261	0,26149	(0,40215)
62	J B Duarte PN	(0,02141)	0,01311	0,00380	0,00364	0,00111	(0,00128)	0,00019
63	Klabin PN	0,03345	(0,12605)	(0,08546)	(0,06311)	(0,13936)	0,22924	0,07706
64	Kuala PN	(2,45053)	(0,62537)	1,57963	0,61938	(0,35446)	0,30993	0,08937
65	Light ON	(0,03915)	0,04203	0,01838	(0,01791)	(0,04571)	0,00044	(0,04339)
66	Loj Americanas ON	0,00003	(0,00073)	(0,00010)	0,00168	(0,00040)	(0,00129)	0,00123
67	Loj Americanas PN	0,00003	(0,00074)	(0,00010)	0,00171	(0,00041)	(0,00129)	0,00123
68	Magnesita PNA	0,00083	(0,00084)	0,00043	0,00007	0,00002	0,00024	(0,00041)
69	Mangels PN	(0,00208)	(0,00098)	0,00170	(0,00159)	0,00187	(0,00029)	(0,00024)
70	Marcopolo PN	0,32778	0,20444	0,10099	0,01647	(0,40365)	0,08883	0,28907
71	Merc S Paulo PN	0,02442	0,04562	(0,05421)	0,00379	(0,00609)	(0,02326)	(0,01172)
72	Metal Leve PN	(0,00924)	(0,01081)	0,01955	(0,00318)	0,00867	0,00292	0,00201
73	Metisa PN	(0,00018)	(0,00039)	0,00055	0,00138	(0,00017)	0,00034	0,00094
74	Multibras PN	(0,00613)	0,21369	(0,20989)	(0,03884)	(0,18591)	0,15374	(0,10281)
75	Paranapanema PN	(0,00111)	(0,00339)	(0,01904)	0,02089	0,00180	0,00138	(0,00067)
76	Paul F Luz ON	(0,00431)	0,00940	(0,00262)	0,01358	(0,01293)	(0,00160)	(0,00252)
77	Perdigao PN	0,48931	(1,04389)	0,89342	0,91391	(0,76826)	(0,17646)	2,95255
78	Petrobras ON	(1,37592)	0,00897	1,24472	(0,18888)	0,06508	9,31833	(0,94766)
79	Petrobras PN	(1,37592)	0,00897	1,24472	(0,18888)	0,06508	9,31833	(0,94766)
80	Pettenati PN	(0,02282)	0,00146	(0,00344)	0,00058	0,00417	(0,00131)	(0,00006)
81	Polialden PN	0,02171	(0,01764)	(0,00292)	0,01135	0,04698	0,01508	0,20126
82	Pronor PNA	2,52884	(2,81701)	2,22492	(0,88221)	0,89602	0,11876	0,43624
83	Randon Part PN	(0,00037)	(0,00005)	0,00016	(0,00010)	(0,00030)	0,00027	0,00005
84	Ripasa PN	0,34563	(0,60778)	0,08131	(0,12599)	0,83693	(0,10924)	(0,03658)
85	Sadia SA PN	0,11425	(0,14329)	0,02097	0,17395	(0,14702)	(0,09145)	0,25973
86	Souza Cruz ON	0,68285	0,83646	0,06653	0,60935	0,23687	(0,98138)	0,32990
87	Sudameris ON	0,15741	(0,10638)	(0,17621)	(0,06628)	(0,21338)	(0,05147)	0,24075
88	Sultepa PN	(0,26778)	(0,03030)	0,38010	(0,36283)	0,43087	(0,93710)	0,11285
89	Supergasbras PN	0,00055	(0,00058)	0,00036	0,00032	(0,00061)	0,00074	(0,00057)
90	Suzano PN	0,21985	(0,45158)	0,00202	(0,24972)	0,68071	1,71684	(1,02924)
91	Teka PN	(0,00092)	0,00092	(0,00190)	0,00166	(0,00360)	0,00506	(0,00133)
92	Telemar Norte Leste ON	(0,00220)	0,00754	0,00552	(0,01847)	0,00278	0,00721	0,00064
93	Telemar Norte Leste PNB	(0,00198)	0,00682	0,00499	(0,01769)	0,00278	0,00721	0,00064
94	Telesp Operac ON	0,00007	0,00168	0,00061	0,00082	(0,00231)	0,00163	(0,00011)
95	Telesp Operac PN	0,00008	0,00201	0,00074	0,00123	(0,00342)	0,00163	(0,00011)
96	Trafo PN	(0,84806)	0,95959	0,20492	0,33416	(1,06236)	(0,53221)	0,80598
97	Trevisa PN	(0,01857)	(0,01226)	0,03049	(0,01495)	(0,01474)	0,06450	(0,03500)
98	Trikem PN	(0,00247)	(0,00170)	0,00183	(0,00107)	(0,00462)	0,00503	0,00471
99	Tupy PN	(0,02477)	0,02116	0,00263	0,00216	(0,00039)	0,00005	0,00004
100	Unibanco ON	(0,00109)	0,00216	0,00180	0,00029	(0,00092)	0,00091	0,00031
101	Unibanco PN	(0,00109)	0,00216	0,00180	0,00029	(0,00092)	0,00091	0,00031
102	Unipar PNB	0,06521	(0,18488)	(0,26946)	0,41757	0,45932	(0,26385)	(0,02986)
103	Vale Rio Doce ON	(1,48736)	0,71978	0,85110	1,08800	0,05576	2,40616	1,99959
104	Vale Rio Doce PNA	(1,48736)	0,71978	0,85110	1,08800	0,05576	2,40616	1,99959

105 Varig PN	(3,97655)	(0,97451)	1,51551	(0,78006)	(0,23828)	(2,32721)	(4,22384)
106 Vigor PN	(0,07800)	0,00270	(0,00256)	(0,01647)	(0,09459)	0,05270	(0,06634)
107 Votorantim C P PN	(0,00349)	(0,00194)	0,00177	(0,00105)	0,00602	0,00696	(0,00166)
108 Weg PN	(0,03760)	0,02157	0,03634	0,09187	(0,06246)	0,06806	0,07608

ANEXO B.2 – RETORNO ACUMULADO

#	Código	Empresa	Ano	Var. LPA	(-12)	(-11)	(-10)	(-9)	(-8)	(-7)	(-6)	(-5)	(-4)	(-3)	(-2)	(-1)	0	(+1)	(+2)	(+3)	(+4)	(+5)	(+6)
1	ACES3	ACESITA ON	1995	(0,0009)	1,00	0,78	0,78	0,63	0,70	0,64	0,68	0,65	0,69	0,48	0,38	0,45	0,42	0,33	0,25	0,20	0,17	0,15	0,14
2	ACES3	ACESITA ON	1996	(0,0005)	1,00	0,72	0,54	0,39	0,41	0,35	0,31	0,27	0,25	0,23	0,31	0,26	0,24	0,21	0,19	0,18	0,17	0,19	0,20
3	ACES3	ACESITA ON	1997	0,0000	1,00	0,99	0,89	0,93	1,01	1,07	1,02	0,82	0,67	0,74	0,64	1,22	1,44	1,59	1,20	1,35	1,35	1,28	0,95
4	ACES3	ACESITA ON	1998	(0,0021)	1,00	1,04	1,09	0,84	0,77	0,74	0,66	0,52	0,46	0,54	0,49	0,55	0,66	0,69	0,57	0,55	0,60	0,56	0,53
5	ACES3	ACESITA ON	1999	0,0013	1,00	1,01	0,94	0,87	0,85	0,92	0,87	0,83	0,84	0,92	1,26	1,29	1,27	1,29	1,49	1,38	1,55	1,52	1,57
6	ACES3	ACESITA ON	2000	0,0007	1,00	1,17	1,28	1,15	1,27	1,32	1,40	1,46	1,38	1,43	1,40	1,51	1,59	1,66	1,33	1,37	1,38	1,37	1,50
7	ACES3	ACESITA ON	2001	(0,0005)	1,00	0,95	0,80	0,86	0,81	0,83	0,86	0,97	1,14	1,06	1,05	1,07	1,21	1,23	1,11	1,18	1,30	1,41	1,37
8	ACES4	ACESITA PN	1995	(0,0009)	1,00	0,66	0,63	0,53	0,52	0,43	0,45	0,43	0,43	0,27	0,22	0,25	0,23	0,19	0,13	0,10	0,08	0,07	0,05
9	ACES4	ACESITA PN	1997	0,0000	1,00	0,95	0,88	0,94	1,04	1,00	1,01	0,80	0,65	0,68	0,63	1,03	1,06	1,14	0,84	1,04	1,13	1,11	0,88
10	ACES4	ACESITA PN	1998	(0,0021)	1,00	1,00	0,96	0,88	0,82	0,77	0,74	0,54	0,54	0,66	0,60	0,65	0,71	0,81	0,69	0,68	0,73	0,71	0,69
11	ACES4	ACESITA PN	1999	0,0013	1,00	1,00	0,98	0,92	0,88	0,94	0,91	0,86	0,85	1,08	1,32	1,42	1,26	1,40	1,66	1,56	1,81	1,84	1,89
12	ACES4	ACESITA PN	2000	0,0007	1,00	1,21	1,32	1,21	1,38	1,50	1,60	1,47	1,45	1,47	1,50	1,53	1,62	1,51	1,22	1,31	1,23	1,20	1,21
13	ACES4	ACESITA PN	2001	(0,0005)	1,00	0,89	0,74	0,80	0,75	0,73	0,76	0,81	1,03	1,08	1,06	1,14	1,25	1,30	1,18	1,22	1,37	1,44	1,51
14	ILMD4	AD TREVO PN	1995	(0,0661)	1,00	0,67	0,54	0,44	0,34	0,24	0,19	0,18	0,17	0,17	0,17	0,15	0,13	0,13	0,16	0,11	0,08	0,08	0,08
15	ILMD4	AD TREVO PN	1996	0,0352	1,00	1,38	0,91	0,61	0,64	0,66	0,90	0,91	0,48	0,41	0,32	0,38	0,32	0,20	0,27	0,30	0,34	0,27	0,36
16	ILMD4	AD TREVO PN	2000	0,0464	1,00	1,01	1,53	1,95	1,44	1,22	1,29	1,25	1,98	1,56	1,52	1,85	1,62	1,45	1,23	0,88	0,83	0,88	0,96
17	ILMD4	AD TREVO PN	2001	(0,0001)	1,00	0,99	1,05	0,64	0,88	0,50	0,61	0,67	1,01	0,58	0,48	1,30	0,86	0,75	0,69	0,69	0,73	0,77	0,78
18	BRIV4	ALFA INV PN	1995	(0,0089)	1,00	1,06	0,95	0,90	1,38	1,03	1,00	0,96	0,85	0,81	0,67	0,63	0,63	0,59	0,88	0,77	0,87	0,71	0,75
19	ALPA3	ALPARGATAS ON	1995	(0,0282)	1,00	0,98	0,82	0,88	0,90	0,81	0,71	0,67	0,68	0,61	0,70	0,54	0,64	0,51	0,56	0,49	0,43	0,45	0,43
20	ALPA3	ALPARGATAS ON	1996	(0,0481)	1,00	0,82	0,80	0,72	0,61	0,59	0,57	0,55	0,49	0,42	0,43	0,59	0,43	0,40	0,35	0,33	0,39	0,40	0,43
21	ALPA3	ALPARGATAS ON	1997	(0,0535)	1,00	0,94	0,79	0,78	0,94	0,98	1,11	1,19	1,45	1,21	1,46	1,48	1,34	1,35	1,54	1,30	1,25	1,50	2,30
22	ALPA4	ALPARGATAS PN	1995	(0,0282)	1,00	1,07	0,94	0,92	0,86	0,72	0,66	0,63	0,68	0,58	0,60	0,53	0,57	0,43	0,46	0,46	0,39	0,37	0,35
23	ALPA4	ALPARGATAS PN	1996	(0,0481)	1,00	0,86	0,96	0,91	0,80	0,77	0,83	0,77	0,72	0,65	0,63	0,68	0,62	0,57	0,50	0,58	0,64	0,62	0,76
24	ALPA4	ALPARGATAS PN	1997	(0,0535)	1,00	0,95	0,77	0,83	0,89	0,83	0,95	0,96	1,00	0,89	1,00	0,98	1,07	1,17	1,48	1,22	1,18	1,31	1,49
25	ALPA4	ALPARGATAS PN	1998	0,0979	1,00	1,14	1,50	1,27	1,25	1,34	1,49	1,54	1,59	1,56	1,56	1,34	1,45	1,48	1,48	1,66	1,83	2,02	2,04
26	ALPA4	ALPARGATAS PN	1999	0,0116	1,00	1,02	1,10	1,16	1,30	1,20	1,40	1,29	1,83	1,56	1,56	1,50	1,77	1,75	1,78	1,80	1,93	2,05	2,14
27	ALPA4	ALPARGATAS PN	2000	0,0076	1,00	1,09	1,27	1,21	1,32	1,43	1,40	1,44	1,54	1,42	1,73	1,65	1,74	1,61	1,52	1,45	1,54	1,47	1,52
28	ALPA4	ALPARGATAS PN	2001	(0,0241)	1,00	0,98	0,97	0,95	1,01	0,97	0,94	0,89	0,85	0,80	0,75	0,77	0,77	0,78	0,73	0,76	0,75	0,81	0,73
29	AMBV3	AMBEV ON	1995	0,0061	1,00	0,92	0,84	0,86	0,87	0,77	0,84	0,83	0,88	0,94	0,90	0,86	0,99	1,07	1,06	1,21	1,13	1,16	1,12
30	AMBV3	AMBEV ON	1996	0,0017	1,00	1,06	1,10	1,14	1,20	1,18	1,20	1,18	1,16	1,13	1,07	1,05	1,12	1,03	1,03	1,00	0,96	0,95	0,91
31	AMBV3	AMBEV ON	1997	0,0052	1,00	0,93	0,92	0,90	0,86	0,85	0,81	0,79	0,71	0,69	0,78	0,75	0,74	0,69	0,65	0,66	0,70	0,66	0,63
32	AMBV3	AMBEV ON	1998	(0,0062)	1,00	0,99	0,88	0,94	0,92	0,91	0,95	0,85	0,84	0,86	0,98	0,99	0,89	0,86	0,79	0,85	0,92	0,93	0,86
33	AMBV3	AMBEV ON	1999	(0,0021)	1,00	0,93	0,99	1,04	1,11	1,08	1,10	1,12	1,06	0,95	0,98	0,86	0,93	1,01	0,96	1,17	1,38	1,35	1,48
34	AMBV3	AMBEV ON	2000	0,0024	1,00	1,29	1,20	1,17	1,43	1,66	1,61	1,90	2,06	2,08	2,24	2,48	2,26	2,24	2,23	2,17	2,04	1,99	1,78
35	AMBV3	AMBEV ON	2001	0,0070	1,00	1,01	1,03	1,03	1,02	0,98	0,93	0,80	0,89	0,79	0,77	0,74	0,71	0,71	0,73	0,71	0,69	0,73	0,69
36	AMBV4	AMBEV PN	1995	0,0061	1,00	1,16	1,31	1,29	1,29	1,23	1,37	1,41	1,46	1,47	1,52	1,58	1,62	1,61	1,70	2,02	1,89	1,90	1,76
37	AMBV4	AMBEV PN	1996	0,0017	1,00	0,99	0,96	1,02	1,14	1,10	1,12	1,12	1,07	1,03	0,94	0,95	1,03	0,96	0,98	0,96	0,94	0,93	0,89
38	AMBV4	AMBEV PN	1997	0,0052	1,00	0,93	0,95	0,93	0,91	0,90	0,86	0,93	0,84	0,86	0,85	0,82	0,89	0,81	0,81	0,74	0,74	0,80	0,77

39	AMBV4	AMBEV PN	1998	(0,0062)	1,00	0,97	0,86	0,82	0,88	0,94	0,84	0,70	0,86	0,79	0,75	0,87	0,86	0,77	0,73	0,81	0,96	0,95	0,88
40	AMBV4	AMBEV PN	1999	(0,0021)	1,00	0,91	1,02	1,11	1,15	1,07	1,18	1,21	1,06	0,90	0,87	0,71	0,83	0,86	0,84	0,92	1,11	1,03	1,18
41	AMBV4	AMBEV PN	2000	0,0024	1,00	1,29	1,28	1,28	1,39	1,63	1,59	1,81	1,94	1,96	1,86	2,11	1,98	1,97	2,05	1,92	1,92	1,94	1,89
42	AMBV4	AMBEV PN	2001	0,0070	1,00	1,08	1,09	1,12	1,11	1,09	1,09	1,04	1,03	0,98	0,94	0,91	0,86	0,87	0,97	0,91	0,91	0,90	0,91
43	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1995	0,0855	1,00	0,83	0,66	0,58	0,49	0,41	0,32	0,22	0,15	0,11	0,08	0,07	0,05	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01
44	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1997	0,0004	1,00	0,83	0,71	0,68	0,55	0,49	0,44	0,38	0,31	0,27	0,21	0,19	0,15	0,16	0,14	0,13	0,10	0,08	0,06
45	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1998	(0,1536)	1,00	1,03	0,80	0,83	0,70	0,51	0,38	0,42	0,33	0,35	0,40	0,40	0,50	0,55	0,58	0,63	0,67	0,73	0,77
46	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1999	0,2615	1,00	0,77	0,55	0,68	0,71	0,78	0,71	0,74	0,75	0,68	0,54	0,46	0,40	0,31	0,37	0,41	0,38	0,41	0,48
47	ARCZ6	ARACRUZ PNB	2000	0,4520	1,00	0,82	0,79	0,82	0,78	0,69	0,81	0,74	0,74	0,61	0,68	0,61	0,68	0,65	0,69	0,71	0,96	1,07	1,09
48	ARCZ6	ARACRUZ PNB	2001	(0,3524)	1,00	0,93	0,99	1,02	1,43	1,59	1,60	1,60	1,76	2,00	1,76	1,76	1,59	1,72	1,68	1,63	1,87	1,93	1,80
49	AVPL3	AVIPAL ON	1995	(0,0004)	1,00	0,93	0,86	0,70	0,57	0,53	0,47	0,47	0,40	0,33	0,35	0,34	0,32	0,30	0,28	0,24	0,21	0,20	0,29
50	AVPL3	AVIPAL ON	1996	0,0004	1,00	0,94	0,79	0,62	0,48	0,51	0,42	0,63	0,69	0,66	0,55	0,53	0,55	0,49	0,43	0,47	0,49	0,47	0,41
51	AVPL3	AVIPAL ON	1997	0,0000	1,00	0,89	0,77	0,82	0,86	0,85	0,71	0,72	0,60	0,54	0,39	0,49	0,50	0,48	0,41	0,37	0,41	0,40	0,36
52	AVPL3	AVIPAL ON	1998	(0,0002)	1,00	0,93	0,90	0,80	0,86	1,00	0,77	0,77	0,71	0,83	0,81	0,68	0,65	0,65	0,62	0,68	0,68	0,59	0,59
53	AVPL3	AVIPAL ON	1999	(0,0004)	1,00	1,10	1,05	1,09	1,12	0,96	0,94	1,10	1,24	1,29	1,22	1,31	1,17	1,25	1,32	1,45	1,51	1,42	1,57
54	AVPL3	AVIPAL ON	2000	0,0005	1,00	1,05	1,01	1,09	1,13	1,13	1,22	1,18	1,21	1,16	1,23	1,22	1,32	1,41	1,32	1,22	1,22	1,36	1,34
55	AVPL3	AVIPAL ON	2001	(0,0000)	1,00	1,02	1,13	1,07	1,11	1,26	1,30	1,26	1,31	1,25	1,36	1,36	1,40	1,39	1,27	1,36	1,52	1,48	1,40
56	BDLL4	BARDELLA PN	1995	(44,1471)	1,00	0,64	0,48	0,42	0,29	0,29	0,27	0,28	0,25	0,14	0,11	0,13	0,11	0,10	0,11	0,10	0,09	0,08	0,08
57	BDLL4	BARDELLA PN	1997	11,0742	1,00	0,83	0,90	0,86	1,00	0,96	0,94	0,88	0,72	0,62	0,54	0,50	0,63	0,68	0,71	0,69	0,64	0,69	0,47
58	BDLL4	BARDELLA PN	1998	(2,0766)	1,00	1,09	1,16	1,20	1,13	1,23	0,82	0,83	0,64	0,58	0,56	0,60	0,65	0,65	0,60	0,55	0,49	0,45	0,56
59	BDLL4	BARDELLA PN	2000	(2,2876)	1,00	0,98	0,97	0,91	0,92	1,03	1,06	1,17	1,18	1,20	1,12	1,17	1,24	1,27	1,18	1,20	1,39	1,34	1,39
60	BDLL4	BARDELLA PN	2001	(10,2790)	1,00	1,01	0,92	0,92	1,10	1,08	1,10	1,11	0,98	0,92	0,95	0,99	0,94	0,88	0,88	0,93	0,93	0,95	0,92
61	BELG3	BELGO ON	1995	(0,0017)	1,00	0,97	0,98	0,88	0,85	0,85	0,73	0,72	0,78	0,66	0,51	0,60	0,52	0,49	0,59	0,55	0,61	0,60	0,66
62	BELG3	BELGO ON	1996	(0,0030)	1,00	0,88	1,04	0,99	1,12	1,09	1,16	1,13	1,09	1,08	1,04	1,31	1,38	1,28	1,13	1,06	1,03	1,15	1,22
63	BELG3	BELGO ON	1997	0,0103	1,00	1,00	0,83	0,70	0,67	0,67	0,87	0,80	0,86	0,68	0,67	0,69	0,63	0,82	0,86	0,94	0,96	0,81	0,94
64	BELG4	BELGO PN	1995	(0,0017)	1,00	1,07	1,05	0,87	0,85	0,79	0,70	0,68	0,71	0,52	0,49	0,55	0,52	0,45	0,50	0,48	0,55	0,55	0,62
65	BELG4	BELGO PN	1996	(0,0030)	1,00	0,89	0,93	0,93	1,11	1,05	1,06	0,99	1,00	0,96	0,94	1,24	1,32	1,12	1,00	0,87	0,88	0,91	1,01
66	BELG4	BELGO PN	1997	0,0103	1,00	0,93	0,85	0,68	0,68	0,68	0,80	0,85	0,82	0,77	0,74	0,82	0,69	0,91	0,95	1,07	1,01	1,00	1,02
67	BELG4	BELGO PN	1998	(0,0039)	1,00	1,31	1,37	1,54	1,45	1,45	1,47	1,39	1,24	1,05	1,27	1,23	1,06	1,15	1,44	1,45	1,39	1,77	1,85
68	BELG4	BELGO PN	1999	(0,0245)	1,00	1,09	1,37	1,35	1,35	1,64	1,74	2,06	2,45	2,61	2,57	3,21	3,02	3,08	3,08	3,26	3,14	3,09	3,87
69	BELG4	BELGO PN	2000	0,1137	1,00	1,02	1,07	1,21	1,30	1,21	1,53	1,70	1,39	1,37	1,29	1,44	1,52	1,52	1,32	1,06	1,12	1,12	1,07
70	BELG4	BELGO PN	2001	(0,0726)	1,00	1,00	0,87	0,70	0,74	0,74	0,71	0,66	0,75	0,82	0,80	0,95	0,94	0,98	1,20	1,21	1,27	1,42	1,49
71	BCAL6	BIC CALOI PNB	1998	0,0069	1,00	1,25	1,53	1,64	1,29	1,19	1,31	1,00	0,59	0,55	0,41	0,49	0,72	0,48	0,48	0,60	0,42	0,57	0,49
72	BCAL6	BIC CALOI PNB	1999	0,0006	1,00	0,67	0,67	0,84	0,59	0,80	0,69	0,59	0,60	0,56	0,50	0,48	0,38	0,38	0,34	0,37	0,44	0,48	0,44
73	BCAL6	BIC CALOI PNB	2000	0,0001	1,00	1,08	1,05	1,09	1,41	1,20	1,31	1,25	1,22	1,26	1,32	1,36	1,43	1,23	1,38	1,46	1,15	1,12	1,17
74	BOBR4	BOMBRIIL PN	1995	(0,0053)	1,00	0,80	0,75	0,74	0,66	0,48	0,48	0,53	0,47	0,42	0,53	0,54	0,53	0,51	0,53	0,61	0,63	0,60	0,60
75	BOBR4	BOMBRIIL PN	1996	(0,0001)	1,00	0,90	0,93	1,01	1,06	1,04	1,05	0,95	0,76	0,70	0,73	0,66	0,65	0,63	0,48	0,44	0,40	0,38	0,37
76	BOBR4	BOMBRIIL PN	1997	(0,0029)	1,00	0,90	0,77	0,79	0,70	0,63	0,66	0,65	0,55	0,46	0,44	0,51	0,67	0,62	0,59	0,58	0,58	0,59	0,57
77	BOBR4	BOMBRIIL PN	1998	(0,0004)	1,00	0,92	0,92	0,96	0,94	0,90	0,89	0,95	1,08	1,00	1,34	1,51	1,44	1,58	1,47	1,28	1,52	1,78	1,81
78	BOBR4	BOMBRIIL PN	1999	0,0056	1,00	0,95	1,03	0,95	0,85	1,00	0,95	1,17	1,55	2,32	2,53	2,15	2,17	2,15	2,67	3,39	3,91	3,77	3,94
79	BOBR4	BOMBRIIL PN	2000	(0,0039)	1,00	1,04	1,06	1,35	1,59	1,50	1,60	1,70	1,74	1,66	1,79	1,92	2,11	1,77	2,02	1,89	1,28	1,15	0,98
80	BOBR4	BOMBRIIL PN	2001	0,0019	1,00	1,02	0,98	0,60	0,55	0,46	0,51	0,46	0,43	0,45	0,48	0,55	0,54	0,51	0,62	0,65	0,59	0,73	0,60
81	BBDC3	BRADESCO ON	1995	0,0000	1,00	0,99	1,01	0,86	0,91	0,91	0,93	0,86	0,79	0,81	0,67	0,67	0,73	0,69	0,64	0,66	0,66	0,65	0,65
82	BBDC3	BRADESCO ON	1996	0,0003	1,00	0,95	0,87	0,89	0,95	0,94	0,94	0,91	0,91	0,90	0,78	0,74	0,73	0,72	0,68	0,65	0,60	0,65	0,68

83	BBDC3	BRADESCO ON	1997	(0,0001)	1,00	1,03	1,02	1,05	1,00	1,06	1,20	1,18	1,32	1,14	1,06	1,33	1,32	1,24	1,40	1,26	1,18	1,23	1,18
84	BBDC3	BRADESCO ON	1998	0,0001	1,00	0,96	1,07	0,94	0,96	0,99	0,93	0,98	1,03	0,92	0,91	0,92	0,79	0,74	0,70	0,64	0,66	0,63	0,65
85	BBDC3	BRADESCO ON	1999	(0,0002)	1,00	0,95	0,96	0,90	0,88	0,77	0,76	0,73	0,82	0,81	0,84	1,00	1,02	0,86	0,92	0,92	0,92	1,01	1,03
86	BBDC3	BRADESCO ON	2000	0,0004	1,00	0,86	0,93	0,97	0,98	1,08	1,12	1,13	1,11	1,05	1,28	1,53	1,26	1,18	1,21	1,28	1,23	1,21	1,25
87	BBDC3	BRADESCO ON	2001	0,0002	1,00	0,94	0,96	1,01	0,97	0,96	1,00	0,99	1,00	0,98	0,95	0,96	1,00	1,00	1,09	1,00	0,91	0,88	0,93
88	BBDC4	BRADESCO PN	1995	0,0000	1,00	1,05	1,03	0,95	1,01	1,00	0,97	0,96	0,89	0,92	0,81	0,82	0,91	0,91	0,85	0,87	0,81	0,80	0,77
89	BBDC4	BRADESCO PN	1996	0,0003	1,00	0,98	0,91	0,90	0,91	0,89	0,86	0,87	0,84	0,83	0,68	0,64	0,65	0,60	0,56	0,53	0,46	0,55	0,57
90	BBDC4	BRADESCO PN	1997	(0,0001)	1,00	0,96	0,92	0,91	0,82	0,93	1,04	0,98	1,09	0,95	0,97	1,16	1,13	1,09	1,25	1,13	1,10	1,14	1,17
91	BBDC4	BRADESCO PN	1998	0,0001	1,00	0,99	1,12	1,00	1,00	1,04	1,01	1,05	1,05	0,98	1,06	1,05	0,86	0,96	0,89	0,84	0,86	0,81	0,87
92	BBDC4	BRADESCO PN	1999	(0,0002)	1,00	1,13	1,04	0,96	1,01	0,92	0,96	0,83	0,98	0,95	0,93	1,11	1,18	0,95	0,97	0,98	0,97	1,09	1,09
93	BBDC4	BRADESCO PN	2000	0,0004	1,00	0,92	0,92	0,93	0,98	1,13	1,19	1,19	1,20	1,05	1,22	1,31	1,15	1,09	1,09	1,13	1,12	1,12	1,20
94	BBDC4	BRADESCO PN	2001	0,0002	1,00	0,95	0,95	0,98	0,97	0,97	1,04	1,05	1,07	1,03	1,00	0,97	1,02	1,02	1,11	1,03	0,97	0,94	0,89
95	BBAS3	B BRASIL ON	1995	(0,0822)	1,00	0,88	0,80	0,85	1,01	1,07	1,06	1,08	1,00	0,72	0,70	0,81	0,61	0,64	0,53	0,48	0,55	0,61	0,58
96	BBAS3	B BRASIL ON	1996	0,0611	1,00	0,76	0,79	0,65	0,59	0,68	0,76	0,72	0,71	0,71	0,69	0,63	0,56	0,54	0,50	0,44	0,55	0,59	0,62
97	BBAS3	B BRASIL ON	1997	0,0201	1,00	0,95	1,03	0,99	1,06	1,13	1,17	1,19	1,21	1,31	1,45	1,48	1,76	1,56	1,84	1,89	1,94	1,70	1,76
98	BBAS3	B BRASIL ON	1998	0,0007	1,00	0,95	1,27	1,54	1,42	1,45	1,38	1,47	1,29	1,25	1,28	1,37	1,20	1,20	1,14	1,23	1,14	1,02	1,01
99	BBAS3	B BRASIL ON	1999	(0,0004)	1,00	1,07	1,06	1,03	1,00	0,93	0,98	1,03	1,11	1,14	1,13	1,05	0,89	0,89	0,90	0,98	0,98	1,00	1,04
100	BBAS3	B BRASIL ON	2000	0,0001	1,00	0,96	0,91	0,98	0,90	0,95	0,98	1,06	1,14	1,21	1,20	1,48	1,49	1,61	2,00	1,90	1,82	2,11	2,24
101	BBAS3	B BRASIL ON	2001	0,0000	1,00	1,03	1,30	1,18	1,50	1,33	1,44	1,34	1,29	1,53	1,67	1,55	1,72	1,98	2,30	2,11	1,66	1,88	2,14
102	BRKM5	BRASKEM PNA	1995	0,0126	1,00	1,09	1,06	0,89	0,90	0,92	0,82	0,80	0,63	0,60	0,56	0,48	0,51	0,56	0,57	0,53	0,51	0,48	0,42
103	BRKM5	BRASKEM PNA	1996	(0,1504)	1,00	1,07	1,06	0,98	0,88	0,77	0,69	0,60	0,54	0,54	0,49	0,47	0,36	0,35	0,33	0,31	0,27	0,26	0,32
104	BRKM5	BRASKEM PNA	1997	0,0542	1,00	1,02	0,97	0,88	0,72	0,76	0,91	0,96	0,83	0,88	0,57	0,76	0,74	0,68	0,70	0,74	0,71	0,67	0,65
105	BRKM5	BRASKEM PNA	1998	(0,0646)	1,00	0,96	1,05	1,06	0,98	0,96	0,96	1,01	0,82	0,73	0,84	0,80	0,79	0,84	1,01	1,25	1,34	1,18	1,33
106	BRKM5	BRASKEM PNA	1999	0,1293	1,00	1,06	1,09	1,40	1,55	1,38	1,62	1,61	1,88	2,01	2,36	2,77	2,88	2,84	2,92	3,19	3,28	3,41	4,04
107	BRKM5	BRASKEM PNA	2000	0,0313	1,00	0,99	1,03	1,00	1,03	0,93	0,79	0,87	0,87	0,83	0,79	0,77	0,84	0,76	0,70	0,65	0,66	0,66	0,80
108	BRKM5	BRASKEM PNA	2001	(0,1718)	1,00	1,00	0,97	0,89	0,77	0,90	0,82	0,75	0,70	0,70	0,69	0,80	0,90	0,87	0,85	0,81	0,69	0,68	0,68
109	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1995	(0,0153)	1,00	0,67	0,60	0,51	0,53	0,43	0,37	0,32	0,36	0,32	0,32	0,29	0,20	0,30	0,34	0,37	0,41	0,38	0,36
110	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1996	0,1543	1,00	1,18	1,21	1,31	1,44	1,25	1,25	1,50	1,32	1,92	3,52	6,55	6,07	5,12	5,78	8,56	7,71	7,65	9,51
111	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1997	0,1846	1,00	0,84	0,95	1,41	1,27	1,26	1,57	1,68	1,05	0,72	0,79	0,86	0,98	1,17	1,15	0,98	0,97	1,04	0,92
112	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1998	(0,6654)	1,00	1,13	1,33	1,06	1,06	1,14	1,20	0,90	0,78	0,92	0,85	0,64	0,69	0,72	0,68	0,71	0,77	0,69	0,67
113	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1999	0,7177	1,00	1,10	0,98	1,00	1,03	0,96	0,94	1,19	1,20	1,16	1,10	1,31	1,24	1,31	1,30	1,00	0,98	1,04	0,89
114	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	2000	(0,0680)	1,00	0,96	0,86	0,78	0,73	0,72	0,64	0,62	0,67	0,62	0,49	0,47	0,48	0,46	0,56	0,50	0,46	0,52	0,53
115	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	2001	0,3827	1,00	1,07	0,92	0,86	0,87	0,89	0,93	0,88	0,81	0,77	0,82	0,79	0,72	0,82	0,76	0,83	0,79	0,72	0,83
116	CMET4	CAEMI METAL PN	1995	(0,0221)	1,00	0,97	0,94	0,86	0,79	0,70	0,63	0,54	0,44	0,40	0,47	0,40	0,38	0,42	0,53	0,54	0,50	0,41	0,48
117	CMET4	CAEMI METAL PN	1996	(0,0434)	1,00	1,27	1,42	1,49	1,23	1,30	1,59	1,46	1,31	1,05	1,20	1,39	1,54	1,48	1,33	1,31	1,52	1,47	1,40
118	CMET4	CAEMI METAL PN	1997	0,0460	1,00	1,25	0,99	0,97	1,09	1,30	1,32	1,21	0,96	0,86	1,09	1,17	1,53	2,05	2,10	2,14	1,68	1,56	1,25
119	CMET4	CAEMI METAL PN	1998	0,0059	1,00	1,42	1,41	1,30	1,01	1,03	0,90	0,57	0,56	0,71	0,72	0,89	0,89	1,02	0,94	1,23	1,21	1,17	1,35
120	CMET4	CAEMI METAL PN	1999	0,0125	1,00	0,96	0,99	0,99	1,27	1,37	1,39	1,55	1,93	2,05	2,13	2,89	2,81	2,44	2,77	2,31	3,06	3,46	3,26

121	CMET4	CAEMI METAL PN	2000	0,0050	1,00	1,12	0,93	1,32	1,47	1,42	1,39	1,47	1,43	1,35	1,55	1,59	1,62	1,48	1,50	1,43	1,34	1,30	1,37
122	CMET4	CAEMI METAL PN	2001	0,0039	1,00	1,00	0,91	0,91	0,89	0,82	0,80	0,80	0,87	0,74	0,66	0,69	0,71	0,85	0,90	0,89	0,91	0,93	0,89
123	CMIG3	CEMIG ON	1995	(0,0063)	1,00	0,88	0,80	0,71	0,65	0,57	0,50	0,50	0,49	0,47	0,39	0,37	0,38	0,34	0,28	0,26	0,26	0,32	0,28
124	CMIG3	CEMIG ON	1996	(0,0003)	1,00	0,87	0,80	0,74	0,80	0,87	0,86	1,06	0,97	0,86	0,64	0,53	0,46	0,43	0,33	0,28	0,27	0,30	0,29
125	CMIG3	CEMIG ON	1997	0,0008	1,00	0,95	0,84	0,62	0,72	0,63	0,61	0,64	0,68	0,60	0,55	0,49	0,51	0,51	0,47	0,48	0,47	0,44	0,43
126	CMIG3	CEMIG ON	1998	0,0017	1,00	1,04	0,98	0,90	0,86	0,75	0,73	0,62	0,73	0,81	0,74	0,70	0,88	0,85	0,81	0,80	0,78	0,70	0,64
127	CMIG3	CEMIG ON	1999	(0,0046)	1,00	1,10	1,08	1,07	1,03	1,02	0,96	0,90	0,85	0,85	0,81	0,76	0,76	0,73	0,90	0,94	0,92	0,96	0,97
128	CMIG3	CEMIG ON	2000	0,0029	1,00	1,04	1,12	1,28	1,22	1,26	1,28	1,27	1,41	1,29	1,61	1,48	1,55	1,44	1,37	1,48	1,50	1,67	1,70
129	CMIG3	CEMIG ON	2001	0,0001	1,00	0,93	1,19	1,04	1,12	1,05	1,02	0,98	1,05	1,12	1,03	1,10	1,11	1,18	1,20	1,29	1,27	1,32	1,34
130	CMIG4	CEMIG PN	1995	(0,0063)	1,00	0,71	0,68	0,64	0,62	0,56	0,47	0,50	0,47	0,46	0,40	0,41	0,43	0,37	0,30	0,25	0,25	0,27	0,23
131	CMIG4	CEMIG PN	1996	(0,0003)	1,00	0,82	0,79	0,73	0,64	0,68	0,63	0,61	0,60	0,61	0,61	0,54	0,45	0,44	0,34	0,31	0,33	0,35	0,37
132	CMIG4	CEMIG PN	1997	0,0008	1,00	0,96	0,92	0,69	0,78	0,74	0,76	0,80	0,84	0,79	0,76	0,74	0,77	0,77	0,76	0,74	0,73	0,73	0,77
133	CMIG4	CEMIG PN	1998	0,0017	1,00	0,99	0,96	0,95	0,91	0,82	0,91	0,81	0,92	0,89	0,88	0,85	1,06	1,07	1,00	0,95	0,87	0,83	0,77
134	CMIG4	CEMIG PN	1999	(0,0046)	1,00	1,16	1,02	1,05	0,95	0,92	0,85	0,82	0,76	0,71	0,66	0,58	0,59	0,56	0,63	0,64	0,70	0,69	0,68
135	CMIG4	CEMIG PN	2000	0,0029	1,00	1,05	1,16	1,24	1,33	1,26	1,25	1,30	1,28	1,26	1,38	1,35	1,36	1,21	1,11	1,26	1,30	1,45	1,56
136	CMIG4	CEMIG PN	2001	0,0001	1,00	0,97	1,08	1,03	1,01	0,93	0,91	0,92	0,95	1,09	1,05	1,09	1,14	1,14	1,22	1,26	1,19	1,26	1,27
137	CESP4	CESP PN	1995	(0,0035)	1,00	0,67	0,63	0,59	0,63	0,38	0,33	0,34	0,25	0,24	0,16	0,16	0,17	0,13	0,08	0,08	0,07	0,07	0,06
138	CESP4	CESP PN	1996	(0,0017)	1,00	0,80	0,48	0,48	0,43	0,40	0,34	0,38	0,32	0,33	0,36	0,36	0,30	0,30	0,26	0,27	0,27	0,31	0,32
139	CESP4	CESP PN	1997	0,0092	1,00	0,98	0,90	0,97	1,04	1,09	1,23	1,18	1,10	1,06	0,76	0,79	0,75	0,76	0,64	0,56	0,54	0,51	0,50
140	CESP4	CESP PN	1998	(0,0021)	1,00	0,96	0,89	0,77	0,73	0,74	0,77	0,63	1,15	1,39	0,88	0,78	0,82	0,79	0,74	0,74	0,69	0,62	0,70
141	CESP4	CESP PN	1999	(0,0039)	1,00	1,01	0,93	1,01	0,92	0,92	0,97	0,93	0,91	0,76	0,69	0,80	0,78	0,90	1,23	1,24	2,50	2,57	2,74
142	CESP4	CESP PN	2000	(0,0059)	1,00	1,15	1,56	1,50	3,02	2,95	3,03	3,03	3,77	2,84	3,30	3,67	3,95	3,22	2,65	2,57	2,42	2,47	2,21
143	CESP4	CESP PN	2001	(0,0042)	1,00	0,73	0,56	0,55	0,52	0,51	0,47	0,70	0,63	0,63	0,64	0,60	0,59	0,49	0,45	0,46	0,46	0,40	0,40
144	CHAP4	CHAPECÓ PN	1995	(9,6350)	1,00	0,83	0,91	0,93	0,84	0,72	0,63	0,51	0,42	0,37	0,47	0,50	0,45	0,44	0,40	0,40	0,35	0,33	0,32
145	CHAP4	CHAPECÓ PN	1996	(42,9355)	1,00	0,92	0,92	0,80	0,76	0,73	0,78	0,70	0,60	0,81	0,62	0,54	0,52	0,49	0,40	0,42	0,57	0,51	0,53
146	CHAP4	CHAPECÓ PN	1999	27,6583	1,00	0,76	1,07	1,31	1,65	1,35	1,12	2,16	1,93	2,60	3,84	2,72	2,48	2,45	2,39	2,87	2,72	3,05	3,31
147	CHAP4	CHAPECÓ PN	2001	(0,1378)	1,00	0,96	0,94	0,90	0,79	0,77	1,16	0,71	0,69	0,82	0,76	0,76	0,60	0,51	0,37	0,36	0,19	0,17	0,16
148	HGTX4	CIA HERING PN	1995	0,0047	1,00	0,87	0,86	0,83	0,93	0,94	0,76	0,76	0,72	0,64	0,57	0,58	0,73	0,73	0,68	0,62	0,56	0,57	0,67
149	HGTX4	CIA HERING PN	1996	(0,0035)	1,00	1,00	0,85	0,73	0,63	0,62	0,72	0,81	0,74	0,68	0,59	0,62	0,69	0,64	0,73	0,88	1,03	1,23	0,84
150	HGTX4	CIA HERING PN	1997	0,0024	1,00	0,88	1,00	1,29	1,56	1,91	1,19	0,75	0,69	0,58	0,61	0,57	0,58	0,66	0,64	0,48	0,38	0,39	0,42
151	HGTX4	CIA HERING PN	1998	0,0000	1,00	1,02	1,16	1,11	0,85	0,67	0,68	0,75	0,72	0,64	0,73	0,62	0,56	0,55	0,66	0,95	0,69	0,72	0,50
152	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1995	(0,0435)	1,00	0,84	0,81	0,75	0,73	0,69	0,64	0,63	0,52	0,53	0,59	0,62	0,61	0,61	0,58	0,55	0,47	0,51	0,50
153	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1996	0,0026	1,00	0,91	0,94	0,88	0,81	0,72	0,76	0,76	0,77	0,82	0,89	0,85	0,88	0,74	0,78	0,66	0,75	0,83	0,83
154	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1997	0,0104	1,00	0,96	0,88	0,85	0,84	0,88	0,82	0,88	0,61	0,64	0,58	0,81	0,80	0,83	0,80	0,85	0,81	0,75	0,76
155	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1998	0,0116	1,00	1,02	0,96	0,95	1,00	0,98	1,08	1,06	0,94	0,96	0,92	0,83	0,88	0,98	1,00	1,00	0,97	0,99	1,11
156	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1999	0,0044	1,00	1,07	1,15	1,13	1,12	1,15	1,28	1,38	1,67	1,55	1,70	1,64	1,48	1,44	1,48	1,65	1,76	1,90	1,98
157	ICPI4	CIM ITAÚ PN	2000	0,0474	1,00	1,06	1,09	1,20	1,36	1,44	1,56	1,53	1,58	1,52	1,76	1,87	1,96	1,91	1,92	1,96	2,01	2,03	2,18
158	ICPI4	CIM ITAÚ PN	2001	0,0391	1,00	0,99	0,99	1,04	1,05	1,15	1,07	0,98	0,98	0,98	0,98	0,95	0,97	1,02	1,07	1,10	1,16	1,11	1,26
159	CONFB 4	CONFAB PN	1995	(1,1003)	1,00	0,65	0,34	0,42	0,22	0,23	0,21	0,16	0,17	0,13	0,11	0,09	0,08	0,10	0,09	0,08	0,07	0,08	0,13
160	CONFB 4	CONFAB PN	1996	0,8334	1,00	1,25	1,06	0,98	0,89	0,86	1,52	1,46	1,74	1,82	1,81	1,56	1,69	1,70	1,84	1,71	1,68	2,22	2,15
161	CONFB 4	CONFAB PN	1997	0,1786	1,00	1,03	1,12	1,03	1,06	1,41	1,33	1,29	1,15	1,13	0,96	1,01	1,10	1,16	1,18	1,07	1,04	0,97	0,69
162	CONFB	CONFAB PN	1998	0,3397	1,00	0,57	0,67	0,61	0,64	0,54	0,65	0,63	0,66	0,75	0,67	0,49	0,39	0,41	0,41	0,39	0,52	0,46	0,44

4																							
163	CONFB	CONFAB PN	1999	(0,4303)	1,00	0,96	1,02	0,95	0,92	0,65	0,69	0,64	0,62	0,84	0,79	0,72	0,70	0,61	0,55	0,52	0,60	0,56	0,54
164	CONFB	CONFAB PN	2000	(0,4527)	1,00	0,91	0,77	0,83	0,97	0,85	0,80	0,86	0,94	0,81	0,81	0,82	0,83	0,87	0,96	1,09	1,08	1,17	1,28
165	CONFB	CONFAB PN	2001	0,7434	1,00	1,05	1,15	1,28	1,36	1,46	1,67	1,59	1,63	1,74	1,69	1,82	1,63	1,86	1,91	1,82	1,78	2,15	2,19
166	CREM4	CREMER PN	1995	(0,0776)	1,00	0,87	1,19	0,83	0,82	0,70	0,55	0,45	0,47	0,26	0,32	0,36	0,41	0,39	0,35	0,34	0,34	0,29	0,22
167	DURA4	DURATEX PN	1995	0,0009	1,00	0,96	0,95	1,09	1,02	1,02	1,06	0,96	0,98	0,93	0,78	0,80	0,94	0,99	0,98	0,93	0,84	0,79	0,72
168	DURA4	DURATEX PN	1996	0,0003	1,00	1,13	1,09	1,13	0,93	0,88	0,78	0,79	0,75	0,74	0,84	0,79	0,83	0,92	0,89	0,88	0,80	0,84	0,84
169	DURA4	DURATEX PN	1997	0,0009	1,00	1,14	1,05	1,06	0,96	1,03	1,03	1,17	1,17	1,13	0,77	0,88	0,86	1,04	1,11	1,11	0,95	1,00	1,07
170	DURA4	DURATEX PN	1998	0,0002	1,00	1,24	1,26	1,28	1,30	1,29	1,29	0,93	0,95	1,21	1,39	1,08	1,28	1,20	1,27	1,58	1,58	1,56	1,40
171	DURA4	DURATEX PN	1999	(0,0060)	1,00	0,93	0,98	1,23	1,23	1,23	1,16	1,22	1,50	1,34	1,10	1,42	1,20	1,08	1,10	1,18	1,25	1,48	1,59
172	DURA4	DURATEX PN	2000	0,0049	1,00	0,83	0,89	0,98	0,96	1,15	1,37	1,30	1,24	1,17	1,09	1,11	1,13	1,16	1,09	0,98	0,87	0,84	0,97
173	DURA4	DURATEX PN	2001	(0,0019)	1,00	0,97	0,95	0,86	0,76	0,74	0,78	0,71	0,75	0,79	0,78	0,81	0,75	0,78	0,84	0,79	0,76	0,69	0,71
174	EBER4	EBERLE PN	1995	(0,0085)	1,00	1,07	0,95	0,83	0,62	0,77	0,87	0,63	0,60	0,44	0,40	0,49	0,58	0,35	0,30	0,32	0,22	0,20	0,31
175	EBER4	EBERLE PN	1996	(1,7898)	1,00	0,55	0,36	0,35	0,34	0,21	0,32	0,30	0,26	0,36	0,23	0,33	0,29	0,25	0,38	0,30	0,43	0,38	0,32
176	ELET6	ELETROBRAS PNB	1995	(0,0035)	1,00	0,98	0,94	0,94	0,87	0,69	0,68	0,73	0,70	0,63	0,51	0,43	0,42	0,36	0,31	0,29	0,28	0,25	0,25
177	ELET6	ELETROBRAS PNB	1996	0,0048	1,00	0,95	0,85	0,74	0,66	0,62	0,56	0,57	0,57	0,56	0,53	0,48	0,43	0,42	0,39	0,40	0,39	0,39	0,43
178	ELET6	ELETROBRAS PNB	1997	0,0023	1,00	0,90	0,81	0,79	0,72	0,75	0,73	0,73	0,80	0,74	0,88	0,88	0,83	0,75	0,69	0,59	0,56	0,63	0,57
179	ELET6	ELETROBRAS PNB	1998	(0,0036)	1,00	0,96	0,89	0,93	0,90	0,87	0,91	1,00	0,95	0,89	0,82	0,83	0,78	0,83	0,87	0,87	0,77	0,80	0,84
180	ELET6	ELETROBRAS PNB	1999	(0,0046)	1,00	1,02	1,02	1,00	0,92	0,87	0,94	0,97	0,93	0,81	0,77	0,64	0,67	0,65	0,78	0,92	0,98	0,88	0,92
181	ELET6	ELETROBRAS PNB	2000	0,0042	1,00	1,06	0,97	1,04	1,07	1,12	0,95	0,85	0,85	0,99	1,17	1,19	1,25	1,10	1,08	1,31	1,27	1,28	1,21
182	ELET6	ELETROBRAS PNB	2001	0,0011	1,00	0,90	0,89	0,95	1,10	1,20	1,22	1,15	0,94	0,98	1,21	1,24	1,23	1,18	1,08	1,06	1,00	0,96	0,84
183	EBCO4	EMBRACO PN	1995	0,0413	1,00	1,01	0,88	0,83	0,62	0,70	0,71	0,63	0,59	0,48	0,51	0,54	0,50	0,47	0,45	0,48	0,49	0,49	0,46
184	EBCO4	EMBRACO PN	1996	(0,0637)	1,00	0,93	0,90	0,88	0,87	0,97	1,00	0,93	0,88	0,83	0,78	0,73	0,56	0,52	0,51	0,46	0,54	0,53	0,61
185	EBCO4	EMBRACO PN	1997	0,0719	1,00	1,04	0,99	0,92	0,98	1,08	0,91	0,87	0,91	0,75	0,89	0,91	1,03	1,36	1,32	1,17	1,27	1,21	1,03
186	EBCO4	EMBRACO PN	1998	0,0507	1,00	1,03	1,30	1,58	1,49	1,33	1,43	1,50	1,21	1,40	1,60	1,79	2,09	2,00	1,84	1,65	2,03	2,05	2,30
187	EBCO4	EMBRACO PN	1999	(0,0651)	1,00	0,93	1,07	1,11	1,27	1,38	1,39	1,40	1,34	1,26	1,42	1,14	1,13	1,25	1,38	1,35	1,35	1,49	1,72
188	EBCO4	EMBRACO PN	2000	0,0239	1,00	1,08	1,07	1,06	1,18	1,42	1,43	1,46	1,32	1,14	1,02	1,02	0,98	0,91	1,04	1,19	1,15	1,16	1,04
189	EMBR4	EMBRAER PN	1995	3,5483	1,00	0,07	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
190	EMBR4	EMBRAER PN	1997	0,5442	1,00	1,12	1,14	1,30	1,09	1,10	0,85	0,93	0,96	1,16	1,13	1,05	1,09	1,22	1,39	1,62	1,27	1,46	1,48
191	ESTR4	ESTRELA PN	1995	(8,3731)	1,00	0,75	0,73	0,57	0,64	0,66	0,69	0,65	0,55	0,54	0,56	0,55	0,68	0,72	0,76	0,77	0,64	0,90	0,89
192	ESTR4	ESTRELA PN	1996	5,5744	1,00	1,02	1,07	1,15	0,83	1,15	1,15	1,66	1,53	1,00	0,92	0,82	0,72	0,91	1,06	1,03	0,90	0,83	
193	ESTR4	ESTRELA PN	1997	2,7744	1,00	0,99	1,22	1,56	1,62	1,41	1,26	1,18	1,08	1,18	1,11	0,95	0,98	2,00	2,20	1,30	1,15	1,23	0,99
194	ETER3	ETERNIT ON	1995	(0,0511)	1,00	0,96	0,75	0,72	0,65	0,84	0,61	0,54	0,52	0,44	0,39	0,40	0,42	0,40	0,36	0,34	0,31	0,28	0,31
195	ETER3	ETERNIT ON	1996	0,0446	1,00	0,94	0,84	0,80	0,73	0,67	0,72	0,66	0,67	0,75	0,73	0,63	0,67	0,64	0,58	0,75	0,79	0,93	0,82
196	ETER3	ETERNIT ON	1999	0,0304	1,00	0,96	0,92	0,87	0,82	0,86	0,87	0,98	1,27	1,12	1,37	1,41	1,39	1,60	1,56	1,48	1,69	1,66	1,64
197	ETER3	ETERNIT ON	2001	(0,0317)	1,00	1,02	0,85	0,75	0,72	0,71	0,66	0,62	0,59	0,59	0,59	0,58	0,62	0,62	0,53	0,52	0,56	0,59	0,58

198	FESA4	FERBASA PN	1998	(0,0023)	1,00	1,02	0,94	0,86	0,91	0,75	0,63	1,03	0,95	1,18	1,48	1,37	1,17	1,07	1,17	1,34	1,42	1,38	1,30
199	FESA4	FERBASA PN	1999	0,0161	1,00	0,89	0,96	1,11	1,25	1,14	1,12	1,09	1,94	2,14	1,97	1,97	2,19	2,34	2,51	2,77	2,73	2,72	2,59
200	FESA4	FERBASA PN	2000	0,0039	1,00	1,10	1,05	1,19	1,12	1,11	1,16	0,99	0,97	0,95	0,93	0,94	0,93	0,93	0,84	0,81	0,92	0,93	0,96
201	FESA4	FERBASA PN	2001	0,0167	1,00	0,92	0,98	0,82	0,78	0,81	0,93	0,90	1,13	1,15	1,07	1,15	1,24	1,32	1,20	1,18	1,29	1,43	1,40
202	FBRA4	FERTIBRAS PN	1995	(2,2906)	1,00	0,71	0,52	0,41	0,32	0,24	0,26	0,21	0,18	0,16	0,17	0,18	0,17	0,16	0,19	0,16	0,16	0,16	0,18
203	FBRA4	FERTIBRAS PN	1996	1,1934	1,00	1,16	1,11	0,97	0,95	1,07	1,06	1,04	0,94	0,75	0,82	0,69	0,68	0,57	0,49	0,62	0,65	0,72	0,49
204	FBRA4	FERTIBRAS PN	1997	(0,7986)	1,00	0,83	0,72	0,99	1,06	1,06	0,85	0,82	0,47	0,34	0,36	0,32	0,42	0,36	0,31	0,28	0,24	0,29	0,29
205	FBRA4	FERTIBRAS PN	1998	0,2291	1,00	1,08	0,93	0,87	0,78	0,81	0,97	0,96	0,65	0,84	0,98	0,64	0,58	0,71	0,63	0,67	0,71	0,80	0,79
206	FBRA4	FERTIBRAS PN	1999	(0,2506)	1,00	1,23	1,08	1,13	1,29	1,44	1,50	1,61	1,38	1,50	1,36	1,44	1,66	1,68	2,00	1,40	1,39	1,44	1,48
207	FBRA4	FERTIBRAS PN	2000	0,3337	1,00	1,03	1,09	0,90	0,85	0,86	0,88	0,84	0,84	0,94	0,82	0,81	0,83	0,83	0,72	0,67	0,47	0,46	0,45
208	FBRA4	FERTIBRAS PN	2001	(0,2799)	1,00	1,00	0,89	0,82	0,58	0,56	0,53	0,51	0,48	0,50	0,57	0,61	0,70	0,69	0,70	0,69	0,80	0,76	0,78
209	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1995	(0,0002)	1,00	0,69	0,65	0,52	0,47	0,37	0,32	0,30	0,30	0,29	0,31	0,31	0,25	0,22	0,25	0,26	0,25	0,20	0,14
210	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1996	0,0000	1,00	1,23	1,27	1,29	1,26	0,89	0,75	0,96	1,15	1,37	1,22	1,38	1,64	2,05	1,69	1,65	1,48	1,37	1,42
211	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1997	0,0001	1,00	1,13	1,01	0,94	0,93	0,94	1,03	0,99	0,93	0,86	0,88	0,85	0,97	0,97	1,08	1,05	1,06	1,10	1,01
212	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1998	0,0001	1,00	1,18	1,22	1,27	1,25	1,32	1,14	1,16	1,22	1,37	1,52	1,60	2,08	1,90	1,83	1,82	2,18	2,22	2,22
213	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1999	0,0001	1,00	1,00	0,88	0,94	1,06	1,03	1,03	1,08	1,21	1,10	1,03	0,98	1,02	1,03	0,97	0,88	0,87	0,84	0,81
214	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	2000	(0,0000)	1,00	1,07	0,93	0,85	0,86	0,85	0,85	0,88	0,90	0,96	1,01	1,06	1,11	1,20	1,25	1,31	1,60	1,45	1,62
215	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	2001	0,0001	1,00	1,18	1,24	1,18	1,24	1,41	1,27	1,53	1,58	1,53	1,42	1,41	1,71	1,59	1,56	1,60	1,62	2,16	2,44
216	FRAS4	FRAS-LE PN	1995	(0,0136)	1,00	0,92	0,92	0,70	0,40	0,70	0,74	0,73	0,65	0,65	0,65	0,62	0,45	0,49	0,65	0,77	0,75	0,95	1,27
217	FRAS4	FRAS-LE PN	2000	0,0002	1,00	1,03	1,05	1,06	1,05	1,06	1,18	1,08	0,90	1,00	0,98	0,93	0,96	0,91	0,91	0,78	0,89	0,84	0,88
218	FRAS4	FRAS-LE PN	2001	(0,0001)	1,00	0,98	0,94	0,86	0,97	0,95	1,06	0,89	0,93	0,88	0,88	0,89	0,87	1,01	1,02	1,03	1,09	1,33	1,27
219	GOAU4	GERDAU MET PN	1995	(0,0040)	1,00	1,00	0,96	0,88	0,85	0,77	0,70	0,60	0,54	0,54	0,36	0,29	0,33	0,34	0,35	0,34	0,33	0,32	0,43
220	GOAU4	GERDAU MET PN	1996	0,0022	1,00	1,08	1,00	0,96	1,00	1,14	1,23	1,27	1,18	1,09	0,98	1,11	1,54	1,59	1,63	1,75	1,42	1,70	1,77
221	GOAU4	GERDAU MET PN	1997	(0,0009)	1,00	1,17	1,43	1,44	1,47	1,65	1,34	1,70	1,57	1,69	1,19	1,15	1,14	1,30	1,41	1,61	1,68	1,38	1,59
222	GOAU4	GERDAU MET PN	1998	0,0024	1,00	1,37	1,41	1,56	1,42	1,27	1,30	1,02	0,83	0,90	0,87	0,92	1,03	1,03	1,24	1,61	1,54	2,01	2,01
223	GOAU4	GERDAU MET PN	1999	0,0044	1,00	0,97	1,12	1,50	1,49	1,88	1,81	1,76	1,66	1,55	1,77	1,82	1,52	1,42	1,50	1,65	1,42	1,50	1,45
224	GOAU4	GERDAU MET PN	2000	(0,0006)	1,00	0,91	0,96	0,93	0,80	0,85	0,85	0,90	0,87	0,79	0,76	0,78	0,76	0,78	0,78	0,60	0,66	0,67	0,66
225	GOAU4	GERDAU MET PN	2001	0,0008	1,00	0,95	0,74	0,85	0,88	0,87	0,88	0,97	1,02	0,93	1,12	1,14	1,16	1,29	1,34	1,36	1,48	1,60	1,51
226	GGBR4	GERDAU PN	1995	(0,0007)	1,00	1,06	0,89	0,89	0,79	0,67	0,58	0,52	0,48	0,43	0,37	0,30	0,37	0,33	0,31	0,28	0,28	0,26	0,34
227	GGBR4	GERDAU PN	1996	0,0003	1,00	1,01	0,94	0,95	0,92	1,12	1,21	1,35	1,28	1,44	1,51	1,63	2,45	2,48	2,61	2,82	3,12	3,13	3,18
228	GGBR4	GERDAU PN	1997	0,0001	1,00	1,18	1,49	1,38	1,44	1,49	1,63	1,70	1,82	1,56	1,33	1,14	1,10	1,51	1,66	1,72	1,46	1,39	1,65
229	GGBR4	GERDAU PN	1998	0,0009	1,00	1,26	1,24	1,40	1,27	1,13	1,29	1,14	0,94	0,90	0,83	0,89	1,25	1,09	1,16	1,53	1,65	1,72	1,73
230	GGBR4	GERDAU PN	1999	0,0017	1,00	1,03	1,08	1,45	1,54	1,58	1,47	1,63	1,57	1,52	1,67	1,78	1,82	1,70	1,65	1,74	1,61	1,68	1,69
231	GGBR4	GERDAU PN	2000	0,0001	1,00	0,87	0,94	0,87	0,75	0,81	0,84	0,84	0,79	0,67	0,64	0,66	0,62	0,65	0,67	0,50	0,54	0,52	0,54
232	GGBR4	GERDAU PN	2001	0,0003	1,00	0,94	0,77	0,83	0,87	0,88	0,90	1,07	1,11	1,02	1,20	1,24	1,27	1,41	1,37	1,40	1,56	1,65	1,58
233	GUAR3	GUARARAPES ON	1998	0,2079	1,00	1,09	1,24	1,14	1,04	0,90	1,03	0,82	0,80	0,77	0,78	0,60	0,61	0,63	0,62	0,64	0,59	0,60	0,58
234	GUAR3	GUARARAPES ON	1999	0,1096	1,00	1,07	1,13	1,11	1,06	1,05	0,97	1,04	1,29	1,51	1,35	1,20	1,23	1,46	1,38	1,20	1,07	1,29	1,15
235	GUAR3	GUARARAPES ON	2000	0,1406	1,00	0,95	0,82	0,73	0,89	0,79	0,80	0,76	0,71	0,69	0,75	0,87	0,86	0,88	0,85	0,85	0,79	0,83	0,77

236	GUAR3	GUARARAPES ON	2001	(0,3861)	1,00	1,00	1,04	0,94	0,97	0,89	0,95	0,85	0,73	0,73	0,72	0,70	0,81	0,77	0,82	0,79	0,87	0,86	0,85
237	GUAR4	GUARARAPES PN	1997	(0,2445)	1,00	1,03	0,97	0,93	1,13	1,03	0,88	0,66	0,60	0,54	0,43	0,36	0,28	0,33	0,36	0,32	0,26	0,24	0,27
238	GUAR4	GUARARAPES PN	2000	0,1406	1,00	0,97	0,93	0,87	0,90	0,83	0,73	0,72	0,69	0,79	0,82	0,91	0,88	0,83	0,78	0,82	0,76	0,80	0,81
239	GUAR4	GUARARAPES PN	2001	(0,3861)	1,00	0,93	0,96	0,85	0,93	0,78	0,81	0,78	0,75	0,71	0,70	0,72	0,74	0,70	0,75	0,73	0,74	0,81	0,80
240	ROMI4	INDS ROMI PN	2000	0,0085	1,00	0,90	0,88	0,98	0,95	0,98	0,91	0,85	0,77	0,90	0,89	0,89	0,78	0,85	0,94	1,10	1,15	1,21	1,32
241	INEP4	INEPAR CONST PN	1995	(0,0030)	1,00	1,00	0,97	0,74	0,64	0,58	0,49	0,34	0,26	0,23	0,35	0,29	0,28	0,35	0,32	0,35	0,29	0,34	0,28
242	INEP4	INEPAR CONST PN	1996	0,0017	1,00	1,00	1,17	1,15	1,14	0,98	1,09	0,96	0,87	0,69	0,63	0,70	0,64	0,62	0,89	1,20	1,18	1,21	1,10
243	INEP4	INEPAR CONST PN	1997	(0,0013)	1,00	1,18	1,98	1,97	2,31	1,99	1,89	1,40	1,41	1,58	1,39	1,61	1,65	1,76	1,43	1,43	1,45	1,23	1,12
244	INEP4	INEPAR CONST PN	1998	(0,0012)	1,00	0,94	0,78	0,73	0,67	0,43	0,32	0,29	0,25	0,21	0,16	0,16	0,14	0,18	0,16	0,15	0,16	0,21	0,20
245	INEP4	INEPAR CONST PN	1999	(0,0068)	1,00	0,86	0,45	0,64	0,54	0,65	0,55	0,59	0,56	0,90	0,95	0,83	0,70	0,72	0,59	0,58	0,65	0,66	0,64
246	INEP4	INEPAR CONST PN	2000	0,0000	1,00	1,12	1,15	1,07	1,02	0,81	0,96	0,85	0,85	0,79	0,64	0,70	0,87	0,93	1,01	0,91	0,80	0,82	0,70
247	INEP4	INEPAR CONST PN	2001	0,0020	1,00	0,93	1,17	1,49	1,65	1,65	1,57	1,64	1,44	1,38	1,21	1,35	0,90	0,79	0,84	0,69	1,23	1,25	1,22
248	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1996	0,0812	1,00	1,11	1,05	0,87	0,88	0,78	0,87	0,66	0,36	0,36	0,37	0,43	0,38	0,38	0,41	0,43	0,38	0,37	0,33
249	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1997	0,0666	1,00	1,00	0,96	1,05	0,83	0,90	0,66	0,80	0,64	0,56	0,44	0,44	0,54	0,53	0,46	0,38	0,37	0,45	0,57
250	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1998	0,0024	1,00	1,06	0,75	0,58	0,65	0,68	0,80	0,21	0,17	0,18	0,18	0,12	0,23	0,18	0,21	0,29	0,37	0,42	0,57
251	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	2000	0,0319	1,00	0,95	1,03	1,02	1,13	1,37	1,31	1,39	1,16	1,17	1,10	1,14	1,38	1,35	1,14	1,18	1,23	1,37	1,40
252	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1995	(0,0033)	1,00	0,92	0,81	0,75	0,68	0,54	0,46	0,42	0,35	0,34	0,36	0,34	0,32	0,30	0,36	0,36	0,35	0,36	0,34
253	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1996	0,0017	1,00	0,89	0,82	0,96	1,03	0,92	0,88	0,83	0,76	0,71	0,74	0,65	0,67	0,71	0,65	0,58	0,54	0,71	0,61
254	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1997	0,0024	1,00	0,95	0,83	0,79	0,88	0,94	0,82	0,92	0,74	0,74	0,71	0,70	0,77	0,75	0,73	0,66	0,65	0,67	0,53
255	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1998	0,0008	1,00	1,02	0,99	0,92	0,91	1,05	0,83	0,80	0,87	0,98	0,92	0,94	1,05	1,07	1,11	1,39	1,53	1,46	1,56
256	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1999	(0,0008)	1,00	1,11	1,13	1,18	1,47	1,62	1,55	1,66	1,81	2,03	2,15	1,97	1,83	1,75	2,00	1,87	1,87	1,87	1,96
257	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	2000	(0,0026)	1,00	1,12	1,14	1,06	1,14	1,11	1,17	1,16	1,06	1,28	1,09	1,23	1,18	1,05	0,95	0,89	0,88	0,97	0,94
258	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	2001	(0,0005)	1,00	0,92	0,88	0,79	0,77	0,80	0,94	0,75	0,82	0,76	0,73	0,74	0,77	0,84	0,85	0,70	0,69	0,74	0,72
259	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1995	(0,0023)	1,00	0,76	0,64	0,60	0,54	0,44	0,41	0,44	0,35	0,38	0,43	0,44	0,46	0,43	0,49	0,47	0,45	0,43	0,42
260	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1996	0,0011	1,00	1,02	0,99	1,12	1,11	1,06	0,96	0,91	0,92	0,87	0,90	0,80	0,79	0,80	0,75	0,70	0,67	0,81	0,73
261	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1997	0,0017	1,00	0,87	0,79	0,77	0,95	0,84	0,78	0,87	0,73	0,88	0,80	0,79	0,79	0,74	0,71	0,60	0,55	0,61	0,58
262	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1998	0,0008	1,00	0,94	0,96	0,78	0,69	0,88	0,71	0,60	0,69	0,71	0,74	0,64	0,76	0,73	0,80	0,78	0,82	0,69	0,80
263	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1999	(0,0036)	1,00	1,19	1,15	1,25	1,23	1,29	1,08	1,24	1,43	1,57	1,36	1,38	1,60	1,40	1,43	1,31	1,13	1,21	1,16
264	PTIP4	IPIRANGA PET PN	2000	(0,0014)	1,00	1,06	1,03	0,79	0,90	0,85	0,90	0,89	0,91	0,86	0,81	0,73	0,89	0,89	0,83	0,86	0,88	0,83	0,74
265	PTIP4	IPIRANGA PET PN	2001	(0,0006)	1,00	1,14	1,17	1,12	1,13	1,08	0,85	0,93	1,06	1,01	1,00	1,04	1,11	1,19	1,21	1,16	1,13	1,11	1,00

266	RIP14	IPIRANGA REF PN	1995	(0,0023)	1,00	0,88	0,92	1,00	0,88	0,64	0,64	0,61	0,53	0,56	0,52	0,47	0,44	0,36	0,40	0,36	0,32	0,30	0,25
267	RIP14	IPIRANGA REF PN	1998	0,0074	1,00	1,01	0,98	0,91	1,00	1,09	0,98	0,83	1,08	1,13	1,10	1,15	1,38	1,34	1,43	1,70	1,88	1,61	1,86
268	RIP14	IPIRANGA REF PN	1999	(0,0072)	1,00	1,20	1,16	1,24	1,47	1,63	1,39	1,61	1,78	1,96	1,58	1,71	1,64	1,61	1,69	1,78	1,96	1,98	1,76
269	RIP14	IPIRANGA REF PN	2000	(0,0008)	1,00	1,00	1,17	1,11	1,24	1,13	1,05	1,02	1,08	0,96	0,89	0,91	0,95	0,94	0,80	0,71	0,72	0,75	0,70
270	RIP14	IPIRANGA REF PN	2001	(0,0024)	1,00	0,95	0,93	0,68	0,70	0,78	0,76	0,71	0,65	0,68	0,69	0,76	0,77	0,76	0,72	0,63	0,63	0,61	0,41
271	ITAU3	ITAUBANCO ON	1995	0,0001	1,00	0,98	0,91	0,89	0,97	0,87	0,88	0,77	0,70	0,67	0,72	0,68	0,75	0,73	0,71	0,80	0,77	0,75	0,77
272	ITAU3	ITAUBANCO ON	1996	0,0021	1,00	0,97	0,85	0,91	0,88	0,79	0,83	0,77	0,76	0,76	0,74	0,66	0,74	0,75	0,77	0,69	0,61	0,73	0,72
273	ITAU3	ITAUBANCO ON	1997	0,0018	1,00	1,02	0,98	0,95	0,76	0,93	0,97	0,93	1,02	0,86	0,86	1,10	1,07	1,03	1,07	1,09	1,10	1,19	1,37
274	ITAU3	ITAUBANCO ON	1998	0,0077	1,00	0,99	1,05	1,14	1,05	1,23	1,27	1,24	1,33	1,20	1,14	1,16	1,18	1,13	1,14	1,37	1,34	1,35	1,32
275	ITAU3	ITAUBANCO ON	1999	0,0045	1,00	1,01	1,00	1,16	1,10	1,07	1,10	1,03	1,09	1,25	1,26	1,29	1,16	1,13	1,18	1,18	1,11	1,16	1,15
276	ITAU3	ITAUBANCO ON	2000	(0,0030)	1,00	1,08	1,08	1,08	1,07	1,20	1,30	1,30	1,18	1,15	1,19	1,15	1,27	1,23	1,24	1,17	1,17	1,24	1,05
277	ITAU3	ITAUBANCO ON	2001	0,0090	1,00	0,99	1,04	1,04	1,08	1,07	1,01	1,03	1,03	0,89	0,85	0,88	0,89	0,90	0,92	0,84	0,81	0,74	0,72
278	ITAU4	ITAUBANCO PN	1995	0,0001	1,00	0,94	0,97	0,95	1,05	0,91	0,93	0,82	0,77	0,73	0,74	0,76	0,86	0,80	0,77	0,89	0,86	0,81	0,85
279	ITAU4	ITAUBANCO PN	1996	0,0021	1,00	0,92	0,85	0,96	0,93	0,81	0,87	0,82	0,79	0,79	0,76	0,73	0,87	0,85	0,85	0,77	0,76	0,71	0,84
280	ITAU4	ITAUBANCO PN	1997	0,0018	1,00	0,98	0,95	0,86	0,77	0,86	0,88	0,80	0,96	0,81	0,89	0,98	1,03	1,03	1,03	0,95	0,97	1,06	1,00
281	ITAU4	ITAUBANCO PN	1998	0,0077	1,00	1,06	1,14	1,09	0,98	1,08	1,04	1,05	1,03	1,01	0,99	0,95	1,06	1,05	1,08	1,15	1,07	1,09	1,11
282	ITAU4	ITAUBANCO PN	1999	0,0045	1,00	0,98	0,99	1,12	1,03	1,00	1,08	0,99	1,02	1,10	1,13	0,97	0,82	0,80	0,81	0,84	0,77	0,80	0,80
283	ITAU4	ITAUBANCO PN	2000	(0,0030)	1,00	1,07	1,12	1,11	1,06	1,02	1,12	1,20	1,09	1,08	1,08	1,09	1,19	1,23	1,24	1,22	1,30	1,27	1,11
284	ITAU4	ITAUBANCO PN	2001	0,0090	1,00	1,03	1,10	1,12	1,08	1,12	1,08	1,13	1,08	0,93	0,87	0,92	0,91	0,92	0,91	0,84	0,87	0,83	0,78
285	ITSA3	ITAUSA ON	1995	0,0202	1,00	0,97	1,03	1,13	1,04	1,03	1,00	0,93	0,88	0,83	0,84	0,87	0,90	0,89	0,94	0,91	0,90	0,88	0,90
286	ITSA3	ITAUSA ON	1996	0,0159	1,00	0,98	0,97	0,95	0,95	0,92	0,93	0,86	0,88	0,80	0,75	0,71	0,73	0,66	0,63	0,56	0,58	0,61	0,65
287	ITSA3	ITAUSA ON	1997	0,0964	1,00	0,92	0,88	0,80	0,80	0,85	0,93	0,94	0,75	0,65	0,66	0,60	0,65	0,71	0,69	0,65	0,57	0,67	0,73
288	ITSA3	ITAUSA ON	1998	0,1021	1,00	1,03	1,02	0,90	0,84	1,06	0,97	1,20	1,25	1,34	1,18	1,20	1,24	1,15	1,30	1,22	1,27	1,37	1,25
289	ITSA3	ITAUSA ON	1999	0,0683	1,00	0,98	1,14	1,06	1,11	1,14	1,11	1,15	1,16	1,35	1,49	1,29	1,43	1,60	1,72	1,52	1,60	1,58	1,71
290	ITSA3	ITAUSA ON	2000	(0,0448)	1,00	1,09	1,17	1,00	1,05	1,03	1,14	1,25	1,21	1,25	1,13	1,16	1,18	1,21	1,13	1,18	1,18	1,21	1,29
291	ITSA3	ITAUSA ON	2001	0,1382	1,00	1,07	0,99	1,07	1,09	1,11	1,17	1,13	1,08	1,09	1,09	1,07	1,01	0,99	1,02	1,05	1,03	1,01	1,01
292	ITSA4	ITAUSA PN	1995	0,0202	1,00	0,94	1,07	1,05	1,19	1,18	1,14	1,11	1,00	0,88	0,96	0,99	1,00	1,03	1,08	0,97	1,00	1,01	1,00
293	ITSA4	ITAUSA PN	1996	0,0159	1,00	1,03	1,02	1,01	1,03	1,00	1,02	0,97	0,97	0,86	0,84	0,83	0,88	0,79	0,77	0,70	0,78	0,83	0,82
294	ITSA4	ITAUSA PN	1997	0,0964	1,00	0,90	0,89	0,80	0,87	0,93	0,92	0,99	0,80	0,74	0,81	0,68	0,77	0,87	0,88	0,76	0,72	0,73	0,73
295	ITSA4	ITAUSA PN	1998	0,1021	1,00	1,02	0,98	0,93	0,86	0,90	0,89	0,97	1,02	1,08	1,01	1,20	1,16	1,03	1,15	1,10	1,06	1,22	1,07
296	ITSA4	ITAUSA PN	1999	0,0683	1,00	0,93	1,03	0,98	0,96	1,06	1,04	1,11	1,26	1,42	1,43	1,29	1,17	1,18	1,27	1,24	1,32	1,37	1,41
297	ITSA4	ITAUSA PN	2000	(0,0448)	1,00	1,03	1,10	1,08	1,14	1,15	1,19	1,13	1,18	1,28	1,28	1,29	1,27	1,31	1,36	1,36	1,39	1,44	1,47
298	ITSA4	ITAUSA PN	2001	0,1382	1,00	1,07	1,11	1,15	1,23	1,23	1,30	1,28	1,27	1,23	1,25	1,25	1,30	1,23	1,14	1,24	1,14	1,14	1,10
299	ITEC3	ITAUTEC ON	1995	(3,4779)	1,00	0,79	0,63	0,71	0,67	0,52	0,40	0,36	0,31	0,27	0,20	0,14	0,15	0,13	0,13	0,07	0,06	0,06	0,05
300	ITEC3	ITAUTEC ON	1996	0,7601	1,00	0,88	0,88	0,49	0,43	0,45	0,43	0,37	0,34	0,46	0,44	0,30	0,30	0,28	0,25	0,22	0,20	0,22	0,20
301	ITEC3	ITAUTEC ON	2001	(0,4022)	1,00	0,90	0,91	0,64	0,70	0,76	0,84	0,56	0,50	0,56	0,64	0,54	0,51	0,55	0,61	0,52	0,56	0,55	0,54
302	JBDU4	J B DUARTE PN	1995	(0,0214)	1,00	0,78	0,80	0,91	0,83	0,59	0,56	0,56	0,46	0,32	0,31	0,30	0,25	0,20	0,17	0,15	0,13	0,18	0,13
303	JBDU4	J B DUARTE PN	2001	0,0002	1,00	1,07	0,95	0,94	0,59	0,57	0,61	0,53	0,62	0,72	1,00	1,00	0,85	0,62	0,67	0,48	0,57	0,50	0,55
304	KLBN4	KLABINPN	1995	0,0335	1,00	0,98	1,12	1,04	1,12	1,06	1,01	0,96	0,93	0,82	0,74	0,85	0,77	0,74	0,86	0,90	0,86	0,88	0,76
305	KLBN4	KLABINPN	1996	(0,1260)	1,00	1,02	1,05	1,15	1,04	1,06	0,96	0,96	0,92	0,84	0,84	0,91	0,83	0,90	0,87	0,84	0,99	0,90	0,82
306	KLBN4	KLABINPN	1997	(0,0855)	1,00	1,00	0,95	0,97	1,08	0,95	0,79	0,74	0,53	0,53	0,49	0,65	0,77	0,79	0,70	0,60	0,50	0,50	0,31
307	KLBN4	KLABINPN	1998	(0,0631)	1,00	1,03	0,91	0,78	0,64	0,65	0,40	0,44	0,42	0,47	0,68	0,49	0,49	0,65	0,85	1,20	1,40	1,29	1,44
308	KLBN4	KLABINPN	2000	0,2292	1,00	1,00	1,01	0,99	0,95	0,86	0,74	0,73	0,68	0,55	0,48	0,47	0,50	0,54	0,60	0,56	0,59	0,68	0,84
309	KLBN4	KLABINPN	2001	0,0771	1,00	0,83	0,78	0,79	0,86	0,90	0,88	0,90	0,90	1,04	1,22	1,21	1,22	1,07	1,08	1,08	1,01	1,17	1,15

310	ARTE4	KUALA PN	1995	(2,4505)	1,00	0,69	0,74	0,70	0,56	0,41	0,45	0,48	0,39	0,31	0,19	0,17	0,14	0,15	0,16	0,13	0,13	0,09	0,06
311	ARTE4	KUALA PN	1996	(0,6254)	1,00	1,08	1,13	0,90	0,86	0,62	0,44	0,41	0,38	0,32	0,23	0,25	0,21	0,22	0,19	0,23	0,32	0,26	0,24
312	ARTE4	KUALA PN	1997	1,5796	1,00	1,04	0,91	1,06	1,48	1,23	1,14	0,88	0,61	0,30	0,28	0,30	0,58	0,47	0,41	0,41	0,36	0,36	0,29
313	ARTE4	KUALA PN	1998	0,6194	1,00	0,82	0,76	0,81	0,78	0,83	0,63	0,77	0,72	0,71	2,03	1,51	2,16	2,15	2,39	2,38	2,67	2,43	2,28
314	ARTE4	KUALA PN	1999	(0,3545)	1,00	1,09	1,08	1,22	1,11	1,05	1,18	1,05	1,11	1,23	1,12	1,02	0,98	0,91	0,77	1,05	1,14	1,17	1,08
315	ARTE4	KUALA PN	2000	0,3099	1,00	0,93	0,72	1,00	0,88	0,93	0,97	0,85	0,63	0,64	0,69	0,77	0,63	0,57	0,55	0,49	0,55	0,59	0,48
316	ARTE4	KUALA PN	2001	0,0894	1,00	0,84	0,87	0,76	0,64	0,99	0,78	0,74	0,88	0,98	0,87	0,92	0,82	0,79	0,70	1,13	0,84	0,99	0,86
317	LIGH3	LIGHT ON	1995	(0,0392)	1,00	1,02	1,06	0,84	0,83	0,89	0,72	0,69	0,62	0,52	0,58	0,53	0,40	0,42	0,38	0,32	0,23	0,23	0,23
318	LIGH3	LIGHT ON	1996	0,0420	1,00	1,06	0,91	0,74	0,53	0,55	0,57	0,58	0,54	0,51	0,57	0,53	0,59	0,54	0,54	0,54	0,48	0,49	0,47
319	LIGH3	LIGHT ON	1997	0,0184	1,00	0,94	0,96	0,96	0,82	0,82	0,75	0,70	0,70	0,74	0,71	0,72	0,64	0,61	0,67	0,58	0,55	0,60	0,58
320	LIGH3	LIGHT ON	1998	(0,0179)	1,00	0,99	1,05	1,01	1,00	0,99	1,01	0,72	0,67	0,83	0,73	0,40	0,46	0,56	0,54	0,60	0,54	0,55	0,49
321	LIGH3	LIGHT ON	1999	(0,0457)	1,00	0,97	1,09	1,01	1,07	0,91	1,17	1,20	1,24	1,03	1,30	1,43	1,28	1,43	1,50	1,30	1,73	1,69	1,81
322	LIGH3	LIGHT ON	2000	0,0004	1,00	1,12	1,16	0,93	1,25	1,28	1,39	1,39	1,40	1,33	1,47	1,45	1,45	1,19	0,94	1,02	0,93	0,96	0,84
323	LIGH3	LIGHT ON	2001	(0,0434)	1,00	0,91	0,92	0,67	0,63	0,64	0,56	0,59	0,50	0,56	0,67	0,68	0,68	0,65	0,59	0,59	0,61	0,63	0,69
324	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1995	0,0000	1,00	0,79	0,76	0,80	0,79	0,83	0,62	0,71	0,66	0,71	0,62	0,70	0,64	0,61	0,48	0,48	0,48	0,42	0,40
325	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1996	(0,0007)	1,00	0,92	0,88	0,68	0,70	0,68	0,58	0,56	0,56	0,49	0,49	0,45	0,40	0,34	0,34	0,33	0,35	0,38	0,34
326	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1997	(0,0001)	1,00	0,92	0,91	0,93	0,90	0,85	0,83	0,66	0,47	0,48	0,35	0,51	0,48	0,54	0,73	0,67	0,61	0,59	0,55
327	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1999	(0,0004)	1,00	0,83	0,98	0,76	0,75	0,69	1,27	0,97	1,26	2,40	3,12	2,50	2,58	2,60	2,08	2,31	1,89	1,71	1,82
328	LAME3	Loj AMERICANAS ON	2000	(0,0013)	1,00	1,01	0,81	0,90	0,73	0,66	0,71	0,75	0,72	0,61	0,63	0,66	0,64	0,62	0,51	0,52	0,49	0,55	0,70
329	LAME3	Loj AMERICANAS ON	2001	0,0012	1,00	0,99	0,92	0,76	0,75	0,70	0,80	1,07	0,73	0,74	0,93	1,12	1,26	1,40	1,87	1,70	1,72	1,69	1,72
330	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1995	0,0000	1,00	0,97	0,94	0,95	0,93	0,95	0,79	0,86	0,71	0,74	0,62	0,66	0,64	0,59	0,44	0,43	0,39	0,37	0,35
331	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1996	(0,0007)	1,00	0,97	0,93	0,69	0,73	0,63	0,61	0,60	0,54	0,47	0,44	0,51	0,42	0,34	0,36	0,29	0,30	0,32	0,30
332	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1997	(0,0001)	1,00	1,03	0,92	0,91	0,90	0,93	0,88	0,68	0,60	0,45	0,33	0,57	0,54	0,64	0,66	0,60	0,49	0,44	0,57
333	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1998	0,0017	1,00	0,93	0,91	0,98	0,85	0,67	0,62	0,81	0,93	1,06	1,11	1,10	1,15	1,38	1,18	1,36	1,16	1,09	1,17
334	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1999	(0,0004)	1,00	0,81	0,94	0,81	0,83	0,84	1,18	1,07	1,14	2,41	3,41	2,81	2,82	2,55	1,69	2,04	1,68	1,80	1,86
335	LAME4	Loj AMERICANAS PN	2000	(0,0013)	1,00	0,90	0,60	0,72	0,59	0,64	0,66	0,65	0,56	0,54	0,58	0,70	0,58	0,42	0,35	0,37	0,38	0,48	0,53
336	LAME4	Loj AMERICANAS PN	2001	0,0012	1,00	0,86	0,60	0,45	0,48	0,44	0,54	0,62	0,73	0,73	0,87	1,09	1,07	1,38	1,58	1,34	1,35	1,45	1,35
337	MAGS5	MAGNESITA PNA	1995	0,0008	1,00	0,91	0,82	0,85	0,70	0,70	0,62	0,53	0,57	0,53	0,44	0,44	0,45	0,45	0,50	0,54	0,50	0,52	0,49
338	MAGS5	MAGNESITA PNA	1996	(0,0008)	1,00	0,98	1,02	1,12	0,98	1,03	1,00	0,92	0,90	0,97	1,01	0,98	0,95	0,82	0,79	0,78	0,82	0,80	0,82
339	MAGS5	MAGNESITA PNA	1997	0,0004	1,00	0,81	0,80	0,83	0,79	0,89	0,84	0,90	0,86	0,88	0,93	0,87	1,02	1,26	1,30	1,35	1,38	1,42	1,40
340	MAGS5	MAGNESITA PNA	1998	0,0001	1,00	1,24	1,37	1,45	1,45	1,38	1,28	1,26	1,17	1,48	1,50	1,39	1,55	1,56	1,65	1,88	2,00	1,93	2,08
341	MAGS5	MAGNESITA PNA	1999	0,0000	1,00	1,04	1,08	1,16	1,17	1,15	1,22	1,36	1,40	1,40	1,41	1,55	1,52	1,54	1,57	1,78	1,85	1,92	1,88
342	MAGS5	MAGNESITA PNA	2000	0,0002	1,00	0,96	0,93	1,03	1,08	1,12	1,08	1,02	1,00	1,01	1,10	1,06	1,12	1,06	1,03	1,05	1,04	1,02	0,98
343	MAGS5	MAGNESITA PNA	2001	(0,0004)	1,00	0,95	0,92	0,94	0,93	0,91	0,87	0,86	0,89	0,85	0,92	0,86	0,84	0,79	0,76	0,79	0,82	0,82	0,85

344	MGEL4	MANGELS PN	1995	(0,0021)	1,00	1,04	1,05	1,06	1,16	0,85	0,76	0,64	0,48	0,52	0,56	0,57	0,48	0,50	0,47	0,44	0,36	0,37	0,30
345	MGEL4	MANGELS PN	1996	(0,0010)	1,00	0,98	0,93	0,83	0,61	0,62	0,51	0,40	0,51	0,53	0,81	0,69	0,72	0,68	0,57	0,44	0,50	0,47	0,39
346	MGEL4	MANGELS PN	1997	0,0017	1,00	0,82	0,67	0,50	0,51	0,59	0,45	0,42	0,25	0,24	0,19	0,20	0,24	0,29	0,30	0,32	0,29	0,32	0,23
347	MGEL4	MANGELS PN	1998	(0,0016)	1,00	1,21	1,23	1,33	1,21	1,32	0,94	1,02	0,91	1,00	0,89	0,98	0,86	0,94	1,21	1,12	1,16	1,11	1,06
348	MGEL4	MANGELS PN	1999	0,0019	1,00	1,04	1,39	1,29	1,35	1,43	1,42	1,62	1,94	1,84	2,28	2,22	2,23	2,40	2,07	2,11	2,22	2,04	1,88
349	MGEL4	MANGELS PN	2001	(0,0002)	1,00	0,80	0,80	0,93	0,72	0,87	0,87	0,80	0,81	0,77	0,84	0,80	0,76	0,74	0,69	0,68	0,74	0,82	0,84
350	POMO4	MARCO PLO PN	1995	0,3278	1,00	0,69	0,86	0,93	0,91	0,83	0,81	0,79	0,66	0,61	0,60	0,64	0,59	0,73	0,66	0,72	0,64	0,60	0,60
351	POMO4	MARCO PLO PN	1996	0,2044	1,00	1,04	1,19	1,12	1,09	0,96	1,01	0,97	0,92	0,83	0,75	1,09	1,00	0,91	0,84	0,65	0,73	0,75	0,77
352	POMO4	MARCO PLO PN	1997	0,1010	1,00	0,95	0,80	0,76	0,76	0,82	0,88	0,93	0,73	0,77	0,76	0,96	1,00	1,17	1,27	1,18	1,01	1,11	1,06
353	POMO4	MARCO PLO PN	1998	0,0165	1,00	1,13	1,25	1,28	1,07	1,11	1,12	0,95	0,80	0,90	0,97	1,12	1,13	1,04	1,10	1,32	1,34	1,31	1,25
354	POMO4	MARCO PLO PN	1999	(0,4037)	1,00	0,94	1,02	1,31	1,35	1,35	1,33	1,33	1,22	1,17	1,13	1,44	1,25	1,49	1,53	1,41	1,32	1,25	1,19
355	POMO4	MARCO PLO PN	2000	0,0888	1,00	0,86	0,98	1,09	1,00	0,95	0,71	0,84	0,85	0,85	0,83	0,88	0,93	0,95	1,00	0,96	0,93	0,94	0,97
356	POMO4	MARCO PLO PN	2001	0,2891	1,00	1,06	1,06	1,04	1,02	1,04	1,02	1,00	1,03	1,01	1,06	1,13	1,19	1,14	1,16	1,15	1,15	1,29	1,10
357	BMCT4	MERC S PAULO PN	1995	0,0244	1,00	0,92	0,73	0,55	0,73	0,68	0,63	0,63	0,60	0,59	0,56	0,50	0,48	0,53	0,53	0,53	0,49	0,52	0,50
358	BMCT4	MERC S PAULO PN	1996	0,0456	1,00	1,06	1,08	1,02	1,05	1,10	1,12	1,04	0,98	1,01	0,90	0,91	1,41	1,31	1,22	1,08	0,88	1,20	1,20
359	BMCT4	MERC S PAULO PN	1997	(0,0542)	1,00	1,14	1,04	0,98	0,80	1,10	1,05	1,10	1,14	1,13	1,01	0,79	0,77	0,60	0,63	0,70	0,84	0,89	0,81
360	BMCT4	MERC S PAULO PN	1998	0,0038	1,00	0,71	0,71	0,91	1,14	1,14	1,02	1,06	0,94	0,93	0,76	0,65	0,80	0,63	0,53	0,48	0,45	0,49	0,49
361	BMCT4	MERC S PAULO PN	1999	(0,0061)	1,00	0,78	0,72	0,67	0,63	0,70	0,63	0,63	0,65	0,61	0,72	0,66	0,70	0,77	0,77	0,75	0,81	0,80	0,78
362	BMCT4	MERC S PAULO PN	2000	(0,0233)	1,00	1,16	1,04	1,07	1,14	1,13	1,00	1,02	1,00	0,95	0,91	0,74	0,92	1,29	1,16	1,14	0,96	1,08	1,20
363	LEVE4	METAL LEVE PN	1995	(0,0092)	1,00	0,93	0,83	0,80	0,78	0,72	0,59	0,59	0,56	0,55	0,43	0,37	0,36	0,28	0,26	0,30	0,33	0,35	0,29
364	LEVE4	METAL LEVE PN	1996	(0,0108)	1,00	0,85	0,97	1,11	1,10	0,95	1,07	1,02	1,03	0,85	0,83	1,18	1,08	0,99	0,87	1,05	1,02	1,11	0,97
365	LEVE4	METAL LEVE PN	1997	0,0196	1,00	0,85	0,93	0,71	0,75	0,76	0,87	0,75	0,84	0,70	0,62	0,70	0,60	0,68	1,06	1,10	0,87	0,73	0,88
366	LEVE4	METAL LEVE PN	1998	(0,0032)	1,00	1,15	2,06	1,64	1,52	1,47	1,57	1,41	1,22	1,45	1,74	1,82	2,31	2,77	2,84	3,03	3,12	3,47	4,02
367	LEVE4	METAL LEVE PN	2001	0,0020	1,00	1,02	1,02	1,03	1,07	1,13	1,09	1,11	1,07	1,03	0,98	1,04	0,99	0,96	0,94	0,91	0,87	0,91	0,87
368	MTSA3	METISA PN	1995	(0,0002)	1,00	0,96	0,81	0,69	0,59	0,54	0,43	0,40	0,40	0,40	0,36	0,46	0,44	0,52	0,43	0,44	0,41	0,41	0,47
369	MTSA3	METISA PN	1998	0,0014	1,00	1,22	1,20	1,10	0,95	0,83	0,92	0,77	0,66	0,67	0,64	0,55	0,55	0,57	0,58	0,57	0,63	0,63	0,68
370	MTSA3	METISA PN	1999	(0,0002)	1,00	1,04	1,07	1,05	1,16	1,16	1,24	1,30	1,31	1,30	1,18	1,06	1,14	1,10	1,09	1,08	1,28	1,15	1,05
371	MTSA3	METISA PN	2000	0,0003	1,00	1,02	0,99	1,10	1,02	0,95	0,97	0,96	0,91	0,88	0,85	0,86	0,95	0,90	0,96	0,90	0,95	0,86	0,88
372	MTSA3	METISA PN	2001	0,0009	1,00	1,00	1,11	1,06	1,12	1,06	1,12	1,01	1,03	1,23	1,18	1,17	1,19	1,22	1,18	1,27	1,25	1,25	1,16
373	MTBR4	MULTIBRAS PN	1995	(0,0061)	1,00	1,10	0,77	0,84	0,87	0,90	0,92	0,80	0,71	0,62	0,75	0,71	0,81	0,78	0,79	0,92	1,07	0,99	1,04
374	MTBR4	MULTIBRAS PN	1996	0,2137	1,00	0,87	0,97	1,10	1,30	1,20	1,21	1,16	0,95	0,87	0,75	0,74	0,73	0,60	0,44	0,44	0,40	0,38	0,40
375	MTBR4	MULTIBRAS PN	1997	(0,2099)	1,00	0,92	0,72	0,71	0,61	0,55	0,56	0,51	0,39	0,31	0,38	0,37	0,49	0,56	0,60	0,48	0,45	0,43	0,48
376	MTBR4	MULTIBRAS PN	1998	(0,0388)	1,00	1,16	1,44	1,66	1,28	1,18	1,23	1,31	1,19	1,74	1,42	1,62	1,43	1,08	0,98	0,95	1,25	1,34	1,25
377	MTBR4	MULTIBRAS PN	1999	(0,1859)	1,00	0,94	1,14	1,28	1,07	1,06	1,33	1,57	1,47	1,63	1,44	1,37	1,32	1,30	1,13	0,94	0,76	0,84	0,86
378	MTBR4	MULTIBRAS PN	2000	0,1537	1,00	0,93	0,85	0,64	0,62	0,69	0,71	0,77	0,71	0,70	0,82	0,90	1,02	0,87	0,89	0,94	1,00	1,04	1,13
379	MTBR4	MULTIBRAS PN	2001	(0,1028)	1,00	0,95	0,88	0,91	0,99	1,05	1,10	1,03	1,09	1,13	1,27	1,38	1,30	1,24	1,10	1,09	1,06	1,05	1,08
380	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1995	(0,0011)	1,00	0,87	0,94	1,12	0,98	0,81	0,82	0,75	0,72	0,74	0,82	0,68	0,72	0,61	0,52	0,41	0,32	0,39	0,38
381	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1996	(0,0034)	1,00	0,81	0,66	0,48	0,54	0,53	0,53	0,67	0,73	0,74	0,77	0,56	0,50	0,43	0,39	0,38	0,41	0,43	0,39

382	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1997	(0,0190)	1,00	0,88	0,89	0,83	0,89	0,97	0,91	0,95	0,88	0,99	0,91	0,87	0,77	1,04	1,05	1,00	0,93	0,91	0,78
383	PALF3	PAUL F LUZ ON	1995	(0,0043)	1,00	0,70	0,72	0,76	0,69	0,60	0,59	0,55	0,53	0,54	0,37	0,39	0,46	0,43	0,42	0,37	0,36	0,35	0,30
384	PALF3	PAUL F LUZ ON	1996	0,0094	1,00	1,17	1,04	0,98	0,90	0,87	0,88	0,76	0,75	0,68	0,68	0,59	0,53	0,50	0,51	0,39	0,36	0,39	0,42
385	PALF3	PAUL F LUZ ON	1997	(0,0026)	1,00	1,06	0,81	0,65	0,74	0,74	0,64	0,49	0,58	0,59	0,57	0,47	0,43	0,42	0,44	0,39	0,48	0,50	0,46
386	PALF3	PAUL F LUZ ON	1998	0,0136	1,00	1,00	0,92	0,93	1,05	1,10	1,06	1,08	1,00	1,04	0,99	0,99	0,92	0,74	0,77	0,69	0,78	0,75	0,79
387	PALF3	PAUL F LUZ ON	1999	(0,0129)	1,00	0,81	0,92	0,85	0,91	0,84	0,80	0,84	0,52	0,49	0,47	0,37	0,33	0,34	0,46	0,66	0,70	0,62	0,64
388	PALF3	PAUL F LUZ ON	2000	(0,0016)	1,00	1,10	1,00	1,05	1,04	1,08	0,92	1,05	1,07	1,02	1,23	1,08	0,98	1,31	1,42	1,59	1,31	1,18	1,18
389	PALF3	PAUL F LUZ ON	2001	(0,0025)	1,00	1,19	1,06	1,05	1,54	1,67	1,83	1,62	1,44	1,39	1,62	1,50	1,50	1,48	1,47	1,36	1,38	1,34	1,34
390	PRGA4	PERDIGÃO PN	1995	0,4893	1,00	0,91	0,81	0,87	0,89	0,86	0,84	0,82	0,81	0,76	0,71	0,75	0,79	0,81	0,72	0,68	0,61	0,55	0,55
391	PRGA4	PERDIGÃO PN	1996	(1,0439)	1,00	0,97	0,87	0,79	0,66	0,59	0,55	0,56	0,65	0,59	0,48	0,44	0,39	0,34	0,36	0,30	0,26	0,29	0,27
392	PRGA4	PERDIGÃO PN	1997	0,8934	1,00	0,83	0,85	0,71	0,57	0,63	0,54	0,43	0,53	0,50	0,40	0,37	0,46	0,42	0,44	0,45	0,37	0,40	0,44
393	PRGA4	PERDIGÃO PN	1998	0,9139	1,00	0,96	1,04	1,02	0,82	0,95	0,97	0,86	0,90	0,89	1,03	0,82	0,81	0,77	0,95	0,88	0,86	0,94	0,96
394	PRGA4	PERDIGÃO PN	1999	(0,7683)	1,00	0,95	0,95	1,18	1,11	1,17	1,17	1,17	1,15	1,26	1,06	0,94	0,80	0,89	0,78	0,79	0,88	1,00	0,96
395	PRGA4	PERDIGÃO PN	2000	(0,1765)	1,00	0,99	0,94	0,95	1,20	1,27	1,24	1,40	1,41	1,53	1,53	1,57	1,61	1,59	1,59	1,34	1,37	1,45	1,49
396	PRGA4	PERDIGÃO PN	2001	2,9526	1,00	1,01	1,00	0,85	0,88	0,92	0,94	1,01	1,06	0,98	0,97	1,09	1,03	1,08	1,13	1,09	1,03	1,02	1,03
397	PETR3	PETROBRAS ON	1995	(1,3759)	1,00	0,88	0,82	0,92	0,80	0,75	0,63	0,57	0,52	0,51	0,48	0,51	0,51	0,56	0,58	0,57	0,55	0,52	0,55
398	PETR3	PETROBRAS ON	1996	0,0090	1,00	1,06	1,11	1,21	1,15	1,17	1,27	1,11	1,18	1,24	1,42	1,76	1,82	1,50	1,38	1,40	1,42	1,42	1,46
399	PETR3	PETROBRAS ON	1997	1,2447	1,00	0,85	0,75	0,77	0,74	0,80	0,83	0,76	0,74	0,69	0,65	0,62	0,54	0,46	0,51	0,48	0,44	0,44	0,44
400	PETR3	PETROBRAS ON	1998	(0,1889)	1,00	0,92	0,99	0,89	0,85	0,84	0,82	0,66	0,74	0,66	0,67	0,56	0,61	0,99	0,92	0,87	0,95	1,00	1,04
401	PETR3	PETROBRAS ON	1999	0,0651	1,00	1,66	1,88	1,63	1,82	1,86	1,96	1,98	2,12	2,14	1,98	1,57	1,73	1,89	2,19	1,98	2,08	1,95	2,16
402	PETR3	PETROBRAS ON	2000	9,3183	1,00	1,07	1,11	1,19	1,19	1,08	1,18	1,19	1,25	1,02	0,95	0,98	1,07	1,14	1,18	1,15	1,17	1,09	1,24
403	PETR3	PETROBRAS ON	2001	(0,9477)	1,00	1,01	1,15	1,22	1,19	1,14	1,17	1,39	1,15	0,90	0,81	0,80	0,83	0,95	0,94	0,95	0,91	0,88	0,95
404	PETR4	PETROBRAS PN	1995	(1,3759)	1,00	0,80	0,79	0,84	0,78	0,81	0,74	0,76	0,72	0,68	0,70	0,67	0,76	0,86	0,79	0,76	0,71	0,67	0,67
405	PETR4	PETROBRAS PN	1996	0,0090	1,00	1,12	1,14	1,12	1,05	0,88	0,95	0,88	0,96	0,97	1,09	1,18	1,19	1,09	1,02	1,07	1,11	1,15	1,18
406	PETR4	PETROBRAS PN	1997	1,2447	1,00	0,97	0,93	0,86	0,87	0,92	0,96	0,97	0,93	0,91	0,86	0,86	0,80	0,72	0,80	0,75	0,74	0,80	0,78
407	PETR4	PETROBRAS PN	1998	(0,1889)	1,00	0,87	0,94	0,89	0,87	0,95	0,89	0,87	0,99	1,00	0,98	0,78	0,96	0,99	1,10	1,04	1,11	1,17	1,20
408	PETR4	PETROBRAS PN	1999	0,0651	1,00	1,22	1,47	1,33	1,37	1,52	1,50	1,52	1,47	1,58	1,45	1,17	1,22	1,30	1,44	1,41	1,38	1,24	1,29
409	PETR4	PETROBRAS PN	2000	9,3183	1,00	1,07	1,11	1,11	1,10	0,97	1,05	1,05	1,09	0,93	0,90	0,98	1,06	1,08	1,13	1,09	1,11	1,05	1,22
410	PETR4	PETROBRAS PN	2001	(0,9477)	1,00	0,96	1,08	1,16	1,11	1,10	1,16	1,38	1,16	0,91	0,83	0,83	0,86	0,96	0,94	0,96	0,89	0,90	0,92
411	PTNT4	PETTENATI PN	1995	(0,0228)	1,00	1,01	0,92	0,83	0,72	0,67	0,62	0,47	0,44	0,37	0,28	0,12	0,16	0,15	0,15	0,14	0,11	0,14	0,13
412	PTNT4	PETTENATI PN	1996	0,0015	1,00	0,81	0,89	0,76	0,63	0,81	0,71	0,72	0,85	0,82	0,61	0,53	0,50	0,44	0,38	0,35	0,31	0,34	0,27
413	PTNT4	PETTENATI PN	1997	(0,0034)	1,00	0,97	0,83	0,80	0,63	0,63	0,56	0,53	0,49	0,43	0,41	0,52	0,43	0,37	0,34	0,36	0,37	0,31	0,30
414	PTNT4	PETTENATI PN	1998	0,0006	1,00	0,86	0,81	0,85	0,87	0,73	0,70	0,82	0,60	0,59	0,63	0,68	0,76	0,83	1,01	0,91	1,04	1,46	1,49
415	PTNT4	PETTENATI PN	2000	(0,0013)	1,00	1,01	1,14	1,60	1,59	1,70	2,12	2,04	2,08	1,79	1,90	1,86	1,95	1,96	1,96	1,90	1,76	2,07	1,92
416	PLDN4	POLIALDEN PN	1997	(0,0029)	1,00	1,24	1,30	1,15	1,10	1,18	1,12	1,11	0,87	0,88	0,91	0,92	0,91	1,03	0,93	1,02	1,08	0,93	0,89
417	PLDN4	POLIALDEN PN	1998	0,0113	1,00	1,12	0,99	1,07	1,11	0,98	0,96	1,07	0,96	1,04	0,89	0,87	0,83	0,96	0,90	0,89	0,95	1,07	1,28
418	PLDN4	POLIALDEN PN	1999	0,0470	1,00	1,04	1,07	1,28	1,27	1,17	1,25	1,12	1,27	1,96	3,77	3,55	3,11	3,30	2,43	2,69	2,94	3,53	2,69
419	PLDN4	POLIALDEN PN	2000	0,0151	1,00	1,06	0,83	0,94	1,09	1,21	0,83	0,83	0,85	0,81	0,71	0,70	0,67	0,74	0,62	0,61	0,67	0,73	0,98
420	PLDN4	POLIALDEN PN	2001	0,2013	1,00	0,97	0,92	1,06	1,20	1,33	1,30	1,18	1,25	1,31	1,57	1,47	1,71	1,52	1,18	1,22	1,31	1,13	1,07
421	PNOR5	PRONOR PNA	1995	2,5288	1,00	0,83	0,55	0,55	0,54	0,54	0,59	0,54	0,57	0,41	0,43	0,45	0,45	0,39	0,32	0,30	0,32	0,30	0,27
422	RAPT4	RANDON PART PN	1995	(0,0004)	1,00	0,85	0,75	0,64	0,50	0,47	0,41	0,40	0,37	0,30	0,27	0,34	0,28	0,25	0,28	0,24	0,19	0,16	0,19
423	RAPT4	RANDON PART PN	1996	(0,0001)	1,00	0,88	1,01	0,86	0,67	0,57	0,69	0,66	0,62	0,56	0,53	0,62	0,51	0,48	0,51	0,51	0,50	0,46	0,44

424	RAPT4	RANDON PART PN	1997	0,0002	1,00	1,01	1,04	0,98	0,90	0,91	0,89	0,82	0,65	0,57	0,56	0,61	0,67	0,79	0,84	0,77	0,70	0,77	0,59
425	RAPT4	RANDON PART PN	1998	(0,0001)	1,00	1,28	1,28	1,12	1,10	1,26	1,00	0,93	0,59	0,78	0,97	0,71	0,67	0,68	0,72	0,70	0,72	0,63	0,59
426	RAPT4	RANDON PART PN	1999	(0,0003)	1,00	1,01	1,07	1,04	1,07	0,94	0,88	1,19	1,30	1,26	1,24	1,20	1,18	1,38	1,46	1,86	1,75	2,19	2,22
427	RAPT4	RANDON PART PN	2000	0,0003	1,00	1,05	1,37	1,26	1,24	1,12	1,12	1,16	1,17	1,18	1,19	1,17	1,20	1,36	1,52	1,65	1,69	2,17	2,20
428	RAPT4	RANDON PART PN	2001	0,0001	1,00	1,00	0,98	1,06	1,23	1,40	1,63	1,53	1,82	1,95	1,97	1,85	2,02	1,92	2,06	2,27	2,47	2,91	2,49
429	RPSA4	RIPASA PN	1995	0,3456	1,00	0,90	0,77	0,93	0,89	1,00	0,92	0,87	0,84	0,83	0,80	0,68	0,52	0,42	0,52	0,47	0,41	0,43	0,39
430	RPSA4	RIPASA PN	1996	(0,6078)	1,00	0,87	0,83	0,77	0,81	0,74	0,62	0,59	0,55	0,59	0,47	0,69	0,53	0,52	0,53	0,79	0,88	0,91	0,81
431	RPSA4	RIPASA PN	1997	0,0813	1,00	0,99	0,81	1,19	1,30	1,43	1,22	1,19	1,15	1,02	0,98	1,01	1,17	1,37	1,31	1,19	1,19	1,15	1,01
432	RPSA4	RIPASA PN	1998	(0,1260)	1,00	1,26	1,08	1,03	1,05	0,97	0,90	0,70	0,58	0,56	1,34	1,07	1,08	1,18	1,37	1,54	1,97	2,14	2,16
433	RPSA4	RIPASA PN	1999	0,8369	1,00	0,95	1,02	1,19	1,16	1,54	1,99	1,72	2,00	2,52	3,05	2,70	3,52	2,78	2,74	2,59	2,72	2,95	3,10
434	RPSA4	RIPASA PN	2000	(0,1092)	1,00	0,97	0,99	0,93	0,96	1,05	1,01	0,99	0,91	0,83	0,93	0,94	0,88	0,88	0,78	0,70	0,71	0,70	0,73
435	RPSA4	RIPASA PN	2001	(0,0366)	1,00	1,00	1,02	0,88	1,01	1,06	1,08	1,19	1,27	1,26	1,37	1,41	1,29	1,31	1,30	1,41	1,66	1,92	1,66
436	SDIA4	SADIA SA PN	1995	0,1142	1,00	0,77	0,75	0,76	0,74	0,81	0,71	0,68	0,56	0,48	0,50	0,49	0,52	0,52	0,52	0,47	0,46	0,44	0,43
437	SDIA4	SADIA SA PN	1996	(0,1433)	1,00	1,06	1,02	0,97	0,94	0,90	0,89	0,81	0,98	1,06	0,93	0,86	0,85	0,99	0,92	1,09	1,05	1,18	1,13
438	SDIA4	SADIA SA PN	1997	0,0210	1,00	1,11	1,06	1,19	1,27	1,35	1,32	1,19	1,13	1,06	0,93	0,95	1,16	1,39	1,39	1,41	1,29	1,31	1,34
439	SDIA4	SADIA SA PN	1998	0,1739	1,00	1,02	1,09	1,16	1,06	0,96	1,09	0,97	0,90	0,96	1,19	1,35	1,29	1,14	1,22	1,53	1,65	1,75	1,64
440	SDIA4	SADIA SA PN	1999	(0,1470)	1,00	1,05	1,19	1,57	1,47	1,53	1,79	1,74	1,75	1,79	1,80	1,63	1,47	1,33	1,23	0,99	1,13	1,12	1,16
441	SDIA4	SADIA SA PN	2000	(0,0915)	1,00	0,90	0,87	0,75	0,88	0,85	0,98	0,97	0,92	0,95	0,92	1,08	1,05	1,03	1,03	0,90	0,85	0,96	0,94
442	SDIA4	SADIA SA PN	2001	0,2597	1,00	1,00	0,96	0,95	0,88	0,84	0,88	0,87	0,90	0,97	0,88	0,89	0,92	0,91	0,91	0,94	0,86	0,84	0,91
443	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1995	0,6828	1,00	1,08	0,82	1,02	1,03	1,12	1,07	0,99	0,99	1,04	0,95	0,83	1,14	1,05	1,04	1,11	1,04	1,14	1,10
444	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1996	0,8365	1,00	0,97	1,00	1,06	0,94	1,09	1,04	1,00	0,88	0,79	0,80	0,87	0,88	1,06	1,02	0,99	1,08	1,08	1,14
445	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1997	0,0665	1,00	1,21	1,16	1,13	1,23	1,23	1,30	1,31	1,37	1,28	1,16	1,30	1,23	1,31	1,27	1,26	1,19	1,30	1,36
446	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1998	0,6093	1,00	1,04	0,99	0,96	0,95	0,95	1,02	1,16	1,04	1,07	0,87	0,98	1,31	1,29	0,89	0,94	1,00	0,97	0,99
447	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1999	0,2369	1,00	1,00	0,68	0,70	0,76	0,81	0,82	0,83	0,82	0,85	0,81	0,75	0,62	0,59	0,60	0,62	0,66	0,62	0,62
448	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	2000	(0,9814)	1,00	0,99	0,99	1,02	1,07	1,03	1,01	1,03	0,94	1,08	1,00	1,05	1,22	1,34	1,26	1,19	1,28	1,27	1,27
449	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	2001	0,3299	1,00	1,10	1,07	1,01	1,09	1,06	1,01	1,13	1,14	1,08	1,08	1,05	1,10	1,14	1,21	1,28	1,13	1,08	1,18
450	BFIT3	SUDAMERIS ON	1995	0,1574	1,00	1,07	1,00	1,20	1,13	1,15	1,67	1,57	1,68	1,56	1,26	1,21	1,53	1,63	1,65	1,64	1,58	1,80	1,84
451	BFIT3	SUDAMERIS ON	1996	(0,1064)	1,00	1,13	1,10	1,18	1,15	1,32	1,40	1,41	1,28	1,23	1,25	1,22	1,19	1,05	0,96	0,95	0,88	0,81	0,88
452	BFIT3	SUDAMERIS ON	1997	(0,1762)	1,00	0,88	0,81	0,80	0,74	0,68	0,73	0,71	0,64	0,64	0,63	0,59	0,50	0,45	0,46	0,46	0,44	0,40	0,43
453	BFIT3	SUDAMERIS ON	1998	(0,0663)	1,00	0,88	0,97	1,02	0,89	0,80	0,86	0,77	0,73	0,64	0,68	0,62	0,66	0,64	0,66	0,75	0,74	0,73	0,83
454	BFIT3	SUDAMERIS ON	2000	(0,0515)	1,00	0,94	0,86	0,74	0,80	0,76	0,76	0,74	0,77	0,74	0,75	0,74	0,69	0,72	0,76	0,78	0,76	0,68	0,67
455	BFIT3	SUDAMERIS ON	2001	0,2407	1,00	1,04	1,13	1,09	1,08	1,05	0,95	1,02	0,99	1,29	1,12	1,31	1,66	2,07	2,01	1,81	1,66	1,58	1,65
456	SGAS4	SUPERGASBRAS PN	1995	0,0006	1,00	0,81	0,67	0,55	0,56	0,54	0,65	0,54	0,64	0,60	0,53	0,45	0,40	0,35	0,25	0,23	0,18	0,18	0,16
457	SGAS4	SUPERGASBRAS PN	1997	0,0004	1,00	0,96	0,99	1,13	1,40	1,14	1,03	1,07	1,05	1,04	1,34	1,29	1,40	1,28	1,09	1,12	1,23	1,11	0,79
458	SUZA4	SUZANO PN	1995	0,2198	1,00	0,86	0,87	0,83	0,79	0,83	0,81	0,82	0,87	0,76	0,78	0,62	0,58	0,59	0,56	0,59	0,60	0,61	0,51
459	SUZA4	SUZANO PN	1996	(0,4516)	1,00	1,03	0,97	1,02	1,04	1,05	0,87	0,74	0,77	0,78	0,70	0,73	0,69	0,62	0,61	0,71	0,85	0,86	0,79
460	SUZA4	SUZANO PN	1997	0,0020	1,00	0,90	0,89	1,03	1,26	1,24	1,23	1,06	0,86	0,91	0,79	0,88	0,87	0,82	0,75	0,70	0,65	0,57	0,59
461	SUZA4	SUZANO PN	1998	(0,2497)	1,00	1,05	1,01	0,84	0,76	0,68	0,71	0,44	0,45	0,56	0,84	0,74	0,79	0,98	1,14	1,07	1,10	1,33	1,48

462	SUZA4	SUZANO PN	1999	0,6807	1,00	1,21	1,57	1,70	1,98	2,27	2,33	4,07	4,22	3,90	3,73	3,50	3,26	3,04	3,67	3,90	4,47	5,38	5,98
463	SUZA4	SUZANO PN	2000	1,7168	1,00	0,96	1,17	1,27	1,51	1,73	1,89	1,92	1,90	1,82	1,83	2,12	1,92	1,87	1,79	1,80	1,76	1,52	1,42
464	SUZA4	SUZANO PN	2001	(1,0292)	1,00	1,02	0,97	0,92	0,89	0,80	0,80	0,95	0,97	0,98	1,25	1,17	1,25	1,29	1,31	1,36	1,38	1,27	1,35
465	TEKA4	TEKA PN	1995	(0,0009)	1,00	0,96	0,99	0,98	0,91	0,72	0,78	0,73	0,62	0,55	0,61	0,60	0,54	0,48	0,37	0,38	0,42	0,41	0,41
466	TEKA4	TEKA PN	1996	0,0009	1,00	0,89	0,69	0,68	0,83	0,82	0,84	0,75	0,79	0,69	0,70	0,73	0,80	0,76	0,66	0,73	0,77	0,69	0,60
467	TEKA4	TEKA PN	1997	(0,0019)	1,00	0,99	0,83	0,95	0,96	0,70	0,63	0,64	0,50	0,52	0,31	0,60	0,50	0,54	0,57	0,50	0,47	0,50	0,75
468	TEKA4	TEKA PN	1998	0,0017	1,00	1,08	1,01	0,89	0,84	0,87	1,37	1,10	1,12	1,26	1,96	2,40	2,50	2,59	2,55	3,70	3,47	3,91	4,08
469	TEKA4	TEKA PN	1999	(0,0036)	1,00	1,22	1,32	1,39	1,50	1,52	1,65	1,86	1,63	1,77	1,41	1,36	1,40	1,56	1,61	1,59	2,56	2,38	2,43
470	TEKA4	TEKA PN	2000	0,0051	1,00	0,96	1,01	1,11	1,34	1,44	1,49	1,49	1,60	1,49	1,46	1,75	1,83	1,69	1,74	1,45	1,39	1,53	1,80
471	TEKA4	TEKA PN	2001	(0,0013)	1,00	1,06	1,06	0,78	0,74	0,72	0,71	0,64	0,69	0,80	0,72	0,70	0,67	0,61	0,67	0,64	0,71	0,63	0,63
472	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1995	(0,0022)	1,00	0,98	0,74	0,77	0,80	0,81	0,86	0,80	0,80	0,77	0,63	0,48	0,44	0,44	0,49	0,42	0,42	0,40	0,37
473	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1996	0,0075	1,00	1,01	1,05	1,13	1,13	1,00	0,96	0,89	0,77	0,83	0,88	0,86	0,77	0,77	0,77	0,67	0,56	0,59	0,51
474	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1997	0,0055	1,00	0,87	0,81	0,88	0,71	0,64	0,59	0,57	0,52	0,58	0,51	0,38	0,43	0,42	0,42	0,38	0,47	0,30	0,35
475	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1998	(0,0185)	1,00	1,01	0,93	0,77	0,73	0,58	0,44	0,40	0,58	0,47	0,43	0,39	0,38	0,38	0,38	0,25	0,28	0,26	0,27
476	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1999	0,0028	1,00	1,24	1,18	0,81	0,86	0,74	0,78	0,75	1,00	0,88	0,90	1,06	0,91	1,17	1,08	1,06	1,10	1,17	1,37
477	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	2000	0,0072	1,00	1,09	1,10	1,06	1,19	1,35	1,45	1,54	1,59	1,53	1,71	1,90	1,77	1,73	1,61	2,06	2,05	2,05	1,83
478	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	2001	0,0006	1,00	1,00	0,93	1,22	1,20	1,23	1,12	1,10	1,16	1,17	1,21	1,17	1,05	1,11	1,02	1,11	1,16	1,12	1,28
479	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1995	(0,0020)	1,00	1,11	0,96	0,93	1,09	0,94	1,04	0,85	0,64	0,66	0,62	0,45	0,45	0,46	0,56	0,50	0,52	0,49	0,47
480	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1996	0,0068	1,00	1,00	0,95	1,16	1,07	0,98	0,92	0,84	0,72	0,74	0,81	0,83	0,78	0,73	0,73	0,65	0,57	0,58	0,56
481	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1997	0,0050	1,00	0,89	0,78	0,85	0,67	0,58	0,56	0,57	0,56	0,61	0,59	0,47	0,57	0,57	0,63	0,63	0,83	0,70	0,78
482	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1998	(0,0177)	1,00	1,16	1,25	1,14	0,97	0,72	0,54	0,61	0,62	0,54	0,47	0,44	0,46	0,49	0,43	0,36	0,40	0,35	0,35
483	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1999	0,0028	1,00	1,04	0,98	0,84	0,89	0,76	0,81	0,75	0,95	0,81	0,95	1,02	0,90	0,91	0,88	0,95	0,96	1,03	1,14
484	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	2000	0,0072	1,00	0,91	0,87	0,94	0,91	1,06	1,12	1,17	1,23	1,09	1,11	1,12	1,01	0,95	0,93	1,11	1,06	1,12	1,04
485	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	2001	0,0006	1,00	1,03	0,93	1,21	1,16	1,18	1,07	1,06	1,13	1,13	1,12	1,02	0,96	1,07	0,97	1,00	1,01	1,00	1,01
486	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1995	0,0001	1,00	0,97	0,70	0,71	0,72	0,66	0,59	0,56	0,57	0,48	0,42	0,37	0,36	0,34	0,32	0,28	0,25	0,23	0,22
487	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1996	0,0017	1,00	0,98	0,96	0,91	0,81	0,69	0,70	0,65	0,64	0,63	0,71	0,63	0,65	0,62	0,59	0,56	0,45	0,48	0,45
488	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1997	0,0006	1,00	1,06	0,93	0,97	1,02	0,86	0,74	0,73	0,71	0,82	0,69	0,65	0,73	0,60	0,64	0,64	0,60	0,65	0,67
489	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1998	0,0008	1,00	1,09	1,02	1,07	1,19	1,09	1,11	0,96	1,07	0,96	0,86	0,99	0,89	0,79	0,79	0,66	0,68	0,74	0,79
490	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1999	(0,0023)	1,00	0,91	0,93	0,77	0,80	0,90	0,96	0,95	0,93	0,78	0,70	0,96	1,01	0,96	1,01	0,98	0,95	0,70	0,76

491 TLPP3	TELESP OPERAC ON	2000	0,0016	1,00	0,96	0,98	0,64	0,66	0,75	0,70	0,68	0,69	0,67	0,87	0,91	0,90	0,99	1,03	0,94	0,94	1,01	1,00
492 TLPP3	TELESP OPERAC ON	2001	(0,0001)	1,00	0,97	1,05	1,10	1,01	0,98	1,06	1,07	1,15	1,14	1,18	1,26	1,26	1,40	1,36	1,29	1,36	1,43	1,29
493 TLPP4	TELESP OPERAC PN	1995	0,0001	1,00	0,98	0,70	0,71	0,73	0,65	0,61	0,58	0,62	0,55	0,52	0,46	0,47	0,46	0,46	0,41	0,35	0,33	0,32
494 TLPP4	TELESP OPERAC PN	1996	0,0020	1,00	1,00	1,03	1,06	0,89	0,80	0,78	0,73	0,65	0,64	0,73	0,66	0,69	0,65	0,63	0,62	0,51	0,53	0,54
495 TLPP4	TELESP OPERAC PN	1997	0,0007	1,00	1,03	0,95	0,97	1,03	0,91	0,88	0,87	0,85	0,97	0,88	0,85	0,97	0,86	0,90	0,92	1,03	1,14	1,12
496 TLPP4	TELESP OPERAC PN	1998	0,0012	1,00	1,08	1,08	1,18	1,39	1,27	1,27	1,26	1,37	1,23	1,12	1,17	1,09	0,95	0,93	0,87	0,84	0,77	0,78
497 TLPP4	TELESP OPERAC PN	1999	(0,0034)	1,00	0,88	0,86	0,81	0,78	0,72	0,72	0,67	0,66	0,60	0,63	0,81	0,89	0,83	0,83	0,83	0,78	0,46	0,52
498 TLPP4	TELESP OPERAC PN	2000	0,0016	1,00	0,96	0,98	0,71	0,57	0,65	0,65	0,64	0,60	0,63	0,70	0,73	0,72	0,76	0,78	0,68	0,68	0,72	0,70
499 TLPP4	TELESP OPERAC PN	2001	(0,0001)	1,00	0,99	1,05	1,09	0,98	0,99	1,03	1,00	1,10	1,21	1,24	1,30	1,35	1,54	1,44	1,49	1,59	1,65	1,63
500 TRFO4	TRAFO PN	1995	(0,8481)	1,00	1,00	0,86	0,80	0,68	0,58	0,51	0,80	0,57	0,48	0,41	0,50	0,63	0,64	0,71	0,63	0,64	0,59	0,43
501 TRFO4	TRAFO PN	1999	(1,0624)	1,00	0,95	0,70	0,83	0,78	0,76	0,52	0,46	0,70	0,66	0,72	0,75	0,65	0,74	0,67	0,53	0,62	0,57	0,58
502 TRFO4	TRAFO PN	2000	(0,5322)	1,00	0,86	0,90	0,84	0,82	0,91	0,68	0,82	0,74	0,76	0,75	0,68	0,52	0,59	0,65	0,62	0,64	0,68	0,45
503 TRFO4	TRAFO PN	2001	0,8060	1,00	0,73	0,68	0,80	0,82	0,85	0,95	0,62	0,52	0,51	0,54	0,49	0,47	0,46	0,47	0,44	0,47	0,36	0,38
504 LUXM4	TREVISIA PN	1995	(0,0186)	1,00	0,99	0,80	0,53	0,51	0,39	0,28	0,29	0,25	0,22	0,31	0,27	0,16	0,20	0,13	0,14	0,12	0,14	0,14
505 LUXM4	TREVISIA PN	1996	(0,0123)	1,00	0,72	0,70	0,72	0,64	0,66	0,62	0,57	0,48	0,45	0,44	0,48	0,46	0,33	0,31	0,44	0,49	0,44	0,70
506 LUXM4	TREVISIA PN	1997	0,0305	1,00	1,28	1,44	1,22	0,96	1,14	1,30	1,64	1,44	1,75	1,67	1,56	1,41	1,06	1,20	1,54	1,46	1,25	1,36
507 CPCA4	TRIKEM PN	1999	(0,0046)	1,00	0,92	1,12	2,19	2,03	1,84	2,17	2,81	2,53	2,44	2,25	1,91	1,76	2,82	4,00	4,62	5,28	5,32	4,88
508 CPCA4	TRIKEM PN	2000	0,0050	1,00	1,60	2,26	2,62	2,99	3,02	2,76	2,47	3,04	2,89	2,75	2,91	2,47	1,99	1,84	1,85	2,16	2,13	1,73
509 CPCA4	TRIKEM PN	2001	0,0047	1,00	0,89	0,60	0,70	0,62	0,83	0,69	0,66	0,56	0,67	0,78	0,72	0,77	0,82	0,70	0,65	1,19	0,98	0,86
510 TUPY4	TUPY PN	1995	(0,0248)	1,00	0,81	0,87	0,72	0,62	0,62	0,75	0,76	0,50	0,38	0,36	0,33	0,28	0,24	0,21	0,16	0,17	0,13	0,15
511 TUPY4	TUPY PN	1996	0,0212	1,00	0,87	0,71	0,58	0,63	0,53	0,43	0,45	0,42	0,44	0,46	0,39	0,37	0,26	0,23	0,20	0,19	0,20	0,30
512 TUPY4	TUPY PN	2000	0,0001	1,00	1,15	1,24	1,13	1,14	1,10	1,17	1,24	1,26	1,25	1,09	1,18	1,23	1,21	1,16	1,17	1,19	1,15	0,91
513 TUPY4	TUPY PN	2001	0,0000	1,00	0,98	1,00	0,98	1,00	0,90	0,75	0,71	0,84	1,10	1,24	1,16	0,80	0,77	0,96	1,01	1,07	0,85	0,88
514 UBBR3	UNIBANCO ON	1995	(0,0011)	1,00	0,98	0,58	0,62	0,51	0,47	0,42	0,36	0,33	0,35	0,38	0,32	0,29	0,25	0,23	0,28	0,25	0,23	0,22
515 UBBR3	UNIBANCO ON	1999	(0,0009)	1,00	1,21	1,75	2,31	2,12	1,98	2,05	1,91	2,01	1,98	2,38	2,45	2,46	2,74	3,00	3,03	2,95	2,72	2,63
516 UBBR3	UNIBANCO ON	2000	0,0009	1,00	1,07	1,15	1,10	1,17	1,11	1,05	1,04	1,09	1,11	1,18	1,07	1,03	1,05	1,03	1,07	1,03	1,10	1,06
517 UBBR3	UNIBANCO ON	2001	0,0003	1,00	1,01	0,99	0,94	0,91	0,97	1,00	1,09	0,87	0,80	0,77	0,76	0,73	0,69	0,68	0,67	0,70	0,66	0,64
518 UBBR4	UNIBANCO PN	1995	(0,0011)	1,00	0,73	0,80	0,64	0,56	0,63	0,62	0,53	0,55	0,51	0,46	0,42	0,41	0,37	0,36	0,43	0,38	0,35	0,32
519 UBBR4	UNIBANCO PN	1996	0,0022	1,00	0,89	0,88	1,14	0,97	0,92	0,90	0,98	0,90	0,85	0,95	0,89	0,94	0,86	0,74	0,66	0,63	0,67	0,68
520 UBBR4	UNIBANCO PN	1997	0,0018	1,00	0,94	0,87	0,82	0,74	0,77	0,70	0,69	0,72	0,69	0,85	0,94	0,83	0,69	0,68	0,68	0,64	0,62	0,66
521 UBBR4	UNIBANCO PN	1998	0,0003	1,00	1,07	0,99	1,02	0,94	0,85	0,97	0,70	0,61	0,75	0,92	0,77	0,65	0,71	0,77	0,76	0,68	0,66	0,71
522 UBBR4	UNIBANCO PN	1999	(0,0009)	1,00	1,20	1,39	1,39	1,28	1,38	1,30	1,16	1,10	1,16	1,44	1,25	1,50	1,41	1,22	1,22	1,24	1,38	1,41
523 UBBR4	UNIBANCO PN	2000	0,0009	1,00	1,00	0,91	0,83	0,89	1,04	0,98	0,97	0,97	0,92	1,14	0,96	0,99	1,02	0,99	1,02	1,12	1,23	1,22
524 UBBR4	UNIBANCO PN	2001	0,0003	1,00	0,99	0,94	0,91	0,92	0,98	1,00	0,86	0,98	1,01	0,90	0,99	1,03	1,03	1,03	0,96	0,93	1,03	0,90
525 UNIP6	UNIPAR PNB	1995	0,0652	1,00	0,80	0,85	0,90	0,84	0,89	0,84	0,81	0,66	0,61	0,73	0,68	0,61	0,64	0,57	0,51	0,45	0,46	0,44
526 UNIP6	UNIPAR PNB	1996	(0,1849)	1,00	1,01	0,88	0,76	0,74	0,74	0,67	0,61	0,64	0,65	0,59	0,58	0,53	0,48	0,56	0,60	0,57	0,56	0,53
527 UNIP6	UNIPAR PNB	1997	(0,2695)	1,00	0,91	1,04	1,05	1,04	1,04	0,97	1,06	0,80	0,71	0,70	0,78	0,78	0,83	0,85	0,88	0,95	1,12	1,09

528	UNIP6	UNIPAR PNB	1998	0,4176	1,00	1,22	1,11	1,09	1,17	1,32	1,24	1,21	1,31	1,42	1,66	1,49	1,97	1,91	2,03	2,06	2,35	2,83	2,95
529	UNIP6	UNIPAR PNB	1999	0,4593	1,00	0,93	1,11	1,07	1,20	1,27	1,37	1,62	2,12	2,48	2,35	2,26	2,76	3,06	3,31	3,72	4,50	4,33	4,28
530	UNIP6	UNIPAR PNB	2000	(0,2639)	1,00	1,10	1,19	1,35	1,63	1,61	1,58	1,56	1,50	1,40	1,42	1,47	1,51	1,54	1,33	1,38	1,34	1,40	1,42
531	UNIP6	UNIPAR PNB	2001	(0,0299)	1,00	1,05	0,93	0,92	0,89	0,94	0,92	0,92	1,01	1,05	1,12	1,07	1,15	1,05	0,89	0,90	0,91	0,94	0,95
532	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1995	(1,4874)	1,00	1,02	0,98	1,18	1,21	0,96	0,88	0,76	0,76	0,63	0,80	0,69	0,63	0,62	0,54	0,45	0,41	0,35	0,34
533	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1996	0,7198	1,00	0,91	0,84	0,78	0,66	0,60	0,65	0,68	0,63	0,68	0,63	0,64	0,63	0,57	0,54	0,44	0,41	0,40	0,43
534	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1997	0,8511	1,00	0,99	0,83	0,68	0,71	0,71	0,68	0,60	0,59	0,59	0,56	0,55	0,57	0,58	0,61	0,60	0,62	0,58	0,54
535	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1998	1,0880	1,00	1,12	1,17	1,17	1,16	1,05	1,08	0,96	0,75	0,75	0,78	1,14	1,05	0,93	1,20	1,19	1,16	1,22	1,39
536	VALE3	VALE RIO DOCE ON	2000	2,4062	1,00	1,04	1,09	1,11	1,10	1,08	1,05	1,09	1,10	1,11	1,22	1,25	1,28	1,25	1,32	1,37	1,29	1,32	1,43
537	VALE3	VALE RIO DOCE ON	2001	1,9996	1,00	1,04	1,10	1,13	1,20	1,22	1,35	1,43	1,23	1,26	1,35	1,44	1,46	1,55	1,77	1,90	1,92	2,05	1,97
538	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1995	(1,4874)	1,00	1,08	1,05	1,04	1,06	1,02	0,97	0,95	1,00	0,92	0,97	0,87	0,82	0,77	0,79	0,78	0,73	0,68	0,64
539	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1996	0,7198	1,00	0,99	1,02	0,99	0,88	0,87	0,92	0,92	0,89	0,89	0,85	0,87	0,83	0,72	0,80	0,67	0,73	0,76	0,79
540	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1997	0,8511	1,00	0,97	0,87	0,83	0,84	0,93	0,94	0,88	0,89	0,78	0,82	0,88	0,90	0,94	0,98	0,96	1,01	0,91	0,99
541	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1998	1,0880	1,00	1,05	1,11	1,09	1,13	1,04	1,05	1,28	1,03	0,96	1,02	1,52	1,33	1,14	1,54	1,35	1,43	1,46	1,69
542	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1999	0,0558	1,00	0,79	0,99	0,96	1,06	1,16	1,29	1,21	1,09	1,09	1,03	1,20	1,05	0,94	0,94	0,97	1,06	1,03	1,01
543	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	2000	2,4062	1,00	0,99	1,01	1,05	1,08	0,99	0,97	0,98	0,98	0,99	1,03	1,05	1,17	1,15	1,21	1,19	1,13	1,17	1,35
544	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	2001	1,9996	1,00	1,05	1,18	1,14	1,17	1,17	1,23	1,34	1,16	1,18	1,19	1,28	1,26	1,31	1,53	1,57	1,55	1,71	1,67
545	VAVG4	VARIG PN	1995	(3,9765)	1,00	0,92	0,84	0,89	0,98	0,86	0,81	0,81	0,84	0,68	0,61	0,55	0,49	0,48	0,45	0,35	0,33	0,19	0,19
546	VAVG4	VARIG PN	1997	1,5155	1,00	0,90	0,88	1,17	1,01	0,98	1,13	1,24	1,41	1,40	1,33	1,14	1,36	1,18	1,15	1,01	0,97	0,98	0,81
547	VGOR4	VIGOR PN	1996	0,0027	1,00	0,71	0,65	0,62	0,56	0,48	0,49	0,44	0,47	0,41	0,39	0,35	0,41	0,41	0,38	0,38	0,52	0,48	0,48
548	VGOR4	VIGOR PN	2000	0,0527	1,00	0,95	1,16	1,30	2,03	1,98	2,16	2,18	2,08	2,91	3,06	2,43	1,25	1,36	0,94	0,89	0,96	0,92	0,86
549	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1995	(0,0035)	1,00	0,94	0,73	0,81	0,81	0,75	0,66	0,67	0,59	0,45	0,47	0,47	0,40	0,39	0,39	0,44	0,43	0,39	0,42
550	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1996	(0,0019)	1,00	0,82	0,82	0,72	0,86	0,85	0,73	0,79	0,72	0,76	0,76	0,74	0,86	0,80	0,84	0,78	0,81	0,78	0,86
551	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1997	0,0018	1,00	1,14	1,03	1,08	1,07	1,18	1,12	1,21	1,06	0,96	0,82	0,77	1,01	0,99	0,92	0,97	0,92	1,03	0,87
552	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1998	(0,0010)	1,00	1,04	1,12	0,93	0,91	0,90	1,03	0,83	0,70	0,62	0,67	1,28	1,21	1,25	2,01	2,19	2,73	2,41	2,99
553	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1999	0,0060	1,00	1,06	1,68	1,76	2,09	2,00	2,43	2,26	1,96	2,38	2,44	1,79	1,64	1,76	1,76	1,92	2,11	2,28	2,25
554	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	2000	0,0070	1,00	0,91	1,17	1,17	1,18	1,26	1,28	1,33	1,16	1,21	1,10	1,12	1,12	1,18	1,21	1,42	1,54	1,39	1,56
555	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	2001	(0,0017)	1,00	0,98	1,08	1,11	1,22	1,31	1,24	1,47	1,61	1,62	1,28	1,25	1,33	1,27	1,35	1,41	1,53	1,74	1,82

556	ELMJ4	WEG PN	1996	0,0216	1,00	0,90	0,81	0,80	0,77	0,73	0,69	0,66	0,63	0,62	0,58	0,53	0,57	0,55	0,41	0,48	0,54	0,51	0,61
557	ELMJ4	WEG PN	1997	0,0363	1,00	0,99	0,74	0,90	1,02	0,98	1,21	1,09	1,02	0,95	0,92	0,90	0,83	0,81	0,94	1,00	0,89	0,87	0,96
558	ELMJ4	WEG PN	1999	(0,0625)	1,00	1,15	0,94	1,00	1,08	1,20	1,22	1,12	1,20	1,35	1,20	1,19	1,24	1,09	1,05	1,08	1,13	1,09	1,17
559	ELMJ4	WEG PN	2000	0,0681	1,00	0,88	0,82	0,92	0,92	1,03	1,11	1,12	1,14	1,10	1,17	1,10	1,11	1,28	1,26	1,58	1,56	1,49	1,51

ANEXO C – CLASSIFICAÇÃO POR CARACTERÍSTICAS

#	#	Código	Empresa	Ano	Tipo Ativo	Regulamentação	Controle	Liquidez
1	1	ACES3	ACESITA ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
2	1	ACES3	ACESITA ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
3	1	ACES3	ACESITA ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
4	1	ACES3	ACESITA ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
5	1	ACES3	ACESITA ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
6	1	ACES3	ACESITA ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
7	1	ACES3	ACESITA ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
8	2	ACES4	ACESITA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
9	2	ACES4	ACESITA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
10	2	ACES4	ACESITA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
11	2	ACES4	ACESITA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
12	2	ACES4	ACESITA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
13	2	ACES4	ACESITA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
14	3	ILMD4	AD TREVO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
15	3	ILMD4	AD TREVO PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
16	3	ILMD4	AD TREVO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
17	3	ILMD4	AD TREVO PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
18	8	BRIV4	ALFA INV PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
19	9	ALPA3	ALPARGATAS ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
20	9	ALPA3	ALPARGATAS ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
21	9	ALPA3	ALPARGATAS ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
22	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
23	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
24	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
25	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
26	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
27	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
28	10	ALPA4	ALPARGATAS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
29	11	AMBV3	AMBEV ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
30	11	AMBV3	AMBEV ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
31	11	AMBV3	AMBEV ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
32	11	AMBV3	AMBEV ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
33	11	AMBV3	AMBEV ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
34	11	AMBV3	AMBEV ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
35	11	AMBV3	AMBEV ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
36	12	AMBV4	AMBEV PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
37	12	AMBV4	AMBEV PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
38	12	AMBV4	AMBEV PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
39	12	AMBV4	AMBEV PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
40	12	AMBV4	AMBEV PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
41	12	AMBV4	AMBEV PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
42	12	AMBV4	AMBEV PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
43	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
44	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
45	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
46	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
47	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
48	13	ARCZ6	ARACRUZ PNB	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
49	14	AVPL3	AVIPAL ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
50	14	AVPL3	AVIPAL ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
51	14	AVPL3	AVIPAL ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
52	14	AVPL3	AVIPAL ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
53	14	AVPL3	AVIPAL ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
54	14	AVPL3	AVIPAL ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
55	14	AVPL3	AVIPAL ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
56	15	BDLL4	BARDELLA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out

57	15	BDLL4	BARDELLA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
58	15	BDLL4	BARDELLA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
59	15	BDLL4	BARDELLA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
60	15	BDLL4	BARDELLA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
61	16	BELG3	BELGO ON	1995	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
62	16	BELG3	BELGO ON	1996	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
63	16	BELG3	BELGO ON	1997	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
64	17	BELG4	BELGO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
65	17	BELG4	BELGO PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
66	17	BELG4	BELGO PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
67	17	BELG4	BELGO PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
68	17	BELG4	BELGO PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
69	17	BELG4	BELGO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
70	17	BELG4	BELGO PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
71	19	BCAL6	BIC CALOI PNB	1998	Preferencial	Não	Privado	out
72	19	BCAL6	BIC CALOI PNB	1999	Preferencial	Não	Privado	out
73	19	BCAL6	BIC CALOI PNB	2000	Preferencial	Não	Privado	out
74	20	BOBR4	BOMBRIL PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
75	20	BOBR4	BOMBRIL PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
76	20	BOBR4	BOMBRIL PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
77	20	BOBR4	BOMBRIL PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
78	20	BOBR4	BOMBRIL PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
79	20	BOBR4	BOMBRIL PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
80	20	BOBR4	BOMBRIL PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
81	21	BBDC3	BRADESCO ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
82	21	BBDC3	BRADESCO ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
83	21	BBDC3	BRADESCO ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
84	21	BBDC3	BRADESCO ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
85	21	BBDC3	BRADESCO ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
86	21	BBDC3	BRADESCO ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
87	21	BBDC3	BRADESCO ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
88	22	BBDC4	BRADESCO PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
89	22	BBDC4	BRADESCO PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
90	22	BBDC4	BRADESCO PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
91	22	BBDC4	BRADESCO PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
92	22	BBDC4	BRADESCO PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
93	22	BBDC4	BRADESCO PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
94	22	BBDC4	BRADESCO PN	2001	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
95	23	BBAS3	B BRASIL ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
96	23	BBAS3	B BRASIL ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
97	23	BBAS3	B BRASIL ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
98	23	BBAS3	B BRASIL ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
99	23	BBAS3	B BRASIL ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
100	23	BBAS3	B BRASIL ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
101	23	BBAS3	B BRASIL ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
102	24	BRKM5	BRASKEM PNA	1995	Preferencial	Não	Estatal	out
103	24	BRKM5	BRASKEM PNA	1996	Preferencial	Não	Privado	out
104	24	BRKM5	BRASKEM PNA	1997	Preferencial	Não	Privado	out
105	24	BRKM5	BRASKEM PNA	1998	Preferencial	Não	Privado	out
106	24	BRKM5	BRASKEM PNA	1999	Preferencial	Não	Privado	out
107	24	BRKM5	BRASKEM PNA	2000	Preferencial	Não	Privado	out
108	24	BRKM5	BRASKEM PNA	2001	Preferencial	Não	Privado	out
109	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
110	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
111	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
112	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
113	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
114	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
115	26	MSAN4	BUNGE BRASIL PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
116	27	CMET4	CAEMI METAL PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA

117	27	CMET4	CAEMI METAL PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
118	27	CMET4	CAEMI METAL PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
119	27	CMET4	CAEMI METAL PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
120	27	CMET4	CAEMI METAL PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
121	27	CMET4	CAEMI METAL PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
122	27	CMET4	CAEMI METAL PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
123	28	CMIG3	CEMIG ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
124	28	CMIG3	CEMIG ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
125	28	CMIG3	CEMIG ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
126	28	CMIG3	CEMIG ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
127	28	CMIG3	CEMIG ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
128	28	CMIG3	CEMIG ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
129	28	CMIG3	CEMIG ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
130	29	CMIG4	CEMIG PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
131	29	CMIG4	CEMIG PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
132	29	CMIG4	CEMIG PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
133	29	CMIG4	CEMIG PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
134	29	CMIG4	CEMIG PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
135	29	CMIG4	CEMIG PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
136	29	CMIG4	CEMIG PN	2001	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
137	30	CESP4	CESP PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
138	30	CESP4	CESP PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
139	30	CESP4	CESP PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
140	30	CESP4	CESP PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
141	30	CESP4	CESP PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
142	30	CESP4	CESP PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
143	30	CESP4	CESP PN	2001	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
144	31	CHAP4	CHAPECÓ PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
145	31	CHAP4	CHAPECÓ PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
146	31	CHAP4	CHAPECÓ PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
147	31	CHAP4	CHAPECÓ PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
148	32	HGTX4	CIA HERING PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
149	32	HGTX4	CIA HERING PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
150	32	HGTX4	CIA HERING PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
151	32	HGTX4	CIA HERING PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
152	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
153	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
154	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
155	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
156	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
157	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
158	33	ICPI4	CIM ITAÚ PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
159	34	CONFB4	CONFAB PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
160	34	CONFB4	CONFAB PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
161	34	CONFB4	CONFAB PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
162	34	CONFB4	CONFAB PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
163	34	CONFB4	CONFAB PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
164	34	CONFB4	CONFAB PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
165	34	CONFB4	CONFAB PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
166	35	CREM4	CREMER PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
167	36	DURA4	DURATEX PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
168	36	DURA4	DURATEX PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
169	36	DURA4	DURATEX PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
170	36	DURA4	DURATEX PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
171	36	DURA4	DURATEX PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
172	36	DURA4	DURATEX PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
173	36	DURA4	DURATEX PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
174	37	EBER4	EBERLE PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
175	37	EBER4	EBERLE PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
176	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	1995	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA

177	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	1996	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
178	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	1997	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
179	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	1998	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
180	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	1999	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
181	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	2000	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
182	38	ELET6	ELETROBRAS PNB	2001	Preferencial	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
183	39	EBCO4	EMBRACO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
184	39	EBCO4	EMBRACO PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
185	39	EBCO4	EMBRACO PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
186	39	EBCO4	EMBRACO PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
187	39	EBCO4	EMBRACO PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
188	39	EBCO4	EMBRACO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
189	40	EMBR4	EMBRAER PN	1995	Preferencial	Não	Estatal	out
190	40	EMBR4	EMBRAER PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
191	41	ESTR4	ESTRELA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
192	41	ESTR4	ESTRELA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
193	41	ESTR4	ESTRELA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
194	42	ETER3	ETERNIT ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
195	42	ETER3	ETERNIT ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
196	42	ETER3	ETERNIT ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
197	42	ETER3	ETERNIT ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
198	43	FESA4	FERBASA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
199	43	FESA4	FERBASA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
200	43	FESA4	FERBASA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
201	43	FESA4	FERBASA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
202	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
203	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
204	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
205	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
206	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
207	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
208	44	FBRA4	FERTIBRAS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
209	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
210	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
211	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
212	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
213	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
214	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
215	45	FTJA4	FORJAS TAURUS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
216	46	FRAS4	FRAS-LE PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
217	46	FRAS4	FRAS-LE PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
218	46	FRAS4	FRAS-LE PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
219	47	GOAU4	GERDAU MET PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
220	47	GOAU4	GERDAU MET PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
221	47	GOAU4	GERDAU MET PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
222	47	GOAU4	GERDAU MET PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
223	47	GOAU4	GERDAU MET PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
224	47	GOAU4	GERDAU MET PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
225	47	GOAU4	GERDAU MET PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
226	48	GGBR4	GERDAU PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
227	48	GGBR4	GERDAU PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
228	48	GGBR4	GERDAU PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
229	48	GGBR4	GERDAU PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
230	48	GGBR4	GERDAU PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
231	48	GGBR4	GERDAU PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
232	48	GGBR4	GERDAU PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
233	49	GUAR3	GUARARAPES ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
234	49	GUAR3	GUARARAPES ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
235	49	GUAR3	GUARARAPES ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
236	49	GUAR3	GUARARAPES ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out

237	50	GUAR4	GUARARAPES PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
238	50	GUAR4	GUARARAPES PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
239	50	GUAR4	GUARARAPES PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
240	51	ROMI4	INDS ROMI PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
241	52	INEP4	INEPAR CONST PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
242	52	INEP4	INEPAR CONST PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
243	52	INEP4	INEPAR CONST PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
244	52	INEP4	INEPAR CONST PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
245	52	INEP4	INEPAR CONST PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
246	52	INEP4	INEPAR CONST PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
247	52	INEP4	INEPAR CONST PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
248	53	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
249	53	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
250	53	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
251	53	MYPK4	IOCHP-MAXION PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
252	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
253	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
254	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
255	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
256	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
257	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
258	54	DPPI4	IPIRANTGA DIST PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
259	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
260	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
261	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
262	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
263	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
264	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
265	55	PTIP4	IPIRANGA PET PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
266	56	RIPi4	IPIRANGA REF PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
267	56	RIPi4	IPIRANGA REF PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
268	56	RIPi4	IPIRANGA REF PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
269	56	RIPi4	IPIRANGA REF PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
270	56	RIPi4	IPIRANGA REF PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
271	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
272	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
273	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
274	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
275	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
276	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
277	57	ITAU3	ITAUBANCO ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
278	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
279	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
280	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
281	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
282	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
283	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
284	58	ITAU4	ITAUBANCO PN	2001	Preferencial	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
285	59	ITSA3	ITAUSA ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
286	59	ITSA3	ITAUSA ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
287	59	ITSA3	ITAUSA ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
288	59	ITSA3	ITAUSA ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
289	59	ITSA3	ITAUSA ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
290	59	ITSA3	ITAUSA ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
291	59	ITSA3	ITAUSA ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
292	60	ITSA4	ITAUSA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
293	60	ITSA4	ITAUSA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
294	60	ITSA4	ITAUSA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
295	60	ITSA4	ITAUSA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
296	60	ITSA4	ITAUSA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA

297	60	ITSA4	ITAUSA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
298	60	ITSA4	ITAUSA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
299	61	ITEC3	ITAUTEC ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
300	61	ITEC3	ITAUTEC ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
301	61	ITEC3	ITAUTEC ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
302	62	JBDU4	J B DUARTE PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
303	62	JBDU4	J B DUARTE PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
304	63	KLBN4	KLABINPN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
305	63	KLBN4	KLABINPN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
306	63	KLBN4	KLABINPN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
307	63	KLBN4	KLABINPN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
308	63	KLBN4	KLABINPN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
309	63	KLBN4	KLABINPN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
310	64	ARTE4	KUALA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
311	64	ARTE4	KUALA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
312	64	ARTE4	KUALA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
313	64	ARTE4	KUALA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
314	64	ARTE4	KUALA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
315	64	ARTE4	KUALA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
316	64	ARTE4	KUALA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
317	65	LIGH3	LIGHT ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
318	65	LIGH3	LIGHT ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
319	65	LIGH3	LIGHT ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Estatal	IBOVESPA
320	65	LIGH3	LIGHT ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
321	65	LIGH3	LIGHT ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
322	65	LIGH3	LIGHT ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
323	65	LIGH3	LIGHT ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	IBOVESPA
324	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1995	Ordinária	Não	Privado	out
325	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1996	Ordinária	Não	Privado	out
326	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1997	Ordinária	Não	Privado	out
327	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
328	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
329	66	LAME3	Loj AMERICANAS ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
330	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
331	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
332	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
333	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
334	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
335	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
336	67	LAME4	Loj AMERICANAS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
337	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	1995	Preferencial	Não	Privado	out
338	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	1996	Preferencial	Não	Privado	out
339	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	1997	Preferencial	Não	Privado	out
340	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	1998	Preferencial	Não	Privado	out
341	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	1999	Preferencial	Não	Privado	out
342	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	2000	Preferencial	Não	Privado	out
343	68	MAGS5	MAGNESITA PNA	2001	Preferencial	Não	Privado	out
344	69	MGEL4	MANGELS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
345	69	MGEL4	MANGELS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
346	69	MGEL4	MANGELS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
347	69	MGEL4	MANGELS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
348	69	MGEL4	MANGELS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
349	69	MGEL4	MANGELS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
350	70	POMO4	MARCOPL0 PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
351	70	POMO4	MARCOPL0 PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
352	70	POMO4	MARCOPL0 PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
353	70	POMO4	MARCOPL0 PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
354	70	POMO4	MARCOPL0 PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
355	70	POMO4	MARCOPL0 PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
356	70	POMO4	MARCOPL0 PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out

357	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
358	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
359	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
360	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
361	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
362	71	BMCT4	MERC S PAULO PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
363	72	LEVE4	METAL LEVE PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
364	72	LEVE4	METAL LEVE PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
365	72	LEVE4	METAL LEVE PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
366	72	LEVE4	METAL LEVE PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
367	72	LEVE4	METAL LEVE PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
368	73	MTSA3	METISA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
369	73	MTSA3	METISA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
370	73	MTSA3	METISA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
371	73	MTSA3	METISA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
372	73	MTSA3	METISA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
373	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
374	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
375	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
376	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
377	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
378	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
379	74	MTBR4	MULTIBRAS PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
380	75	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
381	75	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
382	75	PMAM4	PARANAPANEMA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
383	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
384	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
385	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Estatal	out
386	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
387	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
388	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
389	76	PALF3	PAUL F LUZ ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
390	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
391	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
392	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
393	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
394	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
395	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
396	77	PRGA4	PERDIGÃO PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
397	78	PETR3	PETROBRAS ON	1995	Ordinária	Não	Estatal	out
398	78	PETR3	PETROBRAS ON	1996	Ordinária	Não	Estatal	out
399	78	PETR3	PETROBRAS ON	1997	Ordinária	Não	Estatal	out
400	78	PETR3	PETROBRAS ON	1998	Ordinária	Não	Estatal	out
401	78	PETR3	PETROBRAS ON	1999	Ordinária	Não	Estatal	out
402	78	PETR3	PETROBRAS ON	2000	Ordinária	Não	Estatal	IBOVESPA
403	78	PETR3	PETROBRAS ON	2001	Ordinária	Não	Estatal	IBOVESPA
404	79	PETR4	PETROBRAS PN	1995	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
405	79	PETR4	PETROBRAS PN	1996	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
406	79	PETR4	PETROBRAS PN	1997	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
407	79	PETR4	PETROBRAS PN	1998	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
408	79	PETR4	PETROBRAS PN	1999	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
409	79	PETR4	PETROBRAS PN	2000	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
410	79	PETR4	PETROBRAS PN	2001	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
411	80	PTNT4	PETTENATI PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
412	80	PTNT4	PETTENATI PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
413	80	PTNT4	PETTENATI PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
414	80	PTNT4	PETTENATI PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
415	80	PTNT4	PETTENATI PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
416	81	PLDN4	POLIALDEN PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out

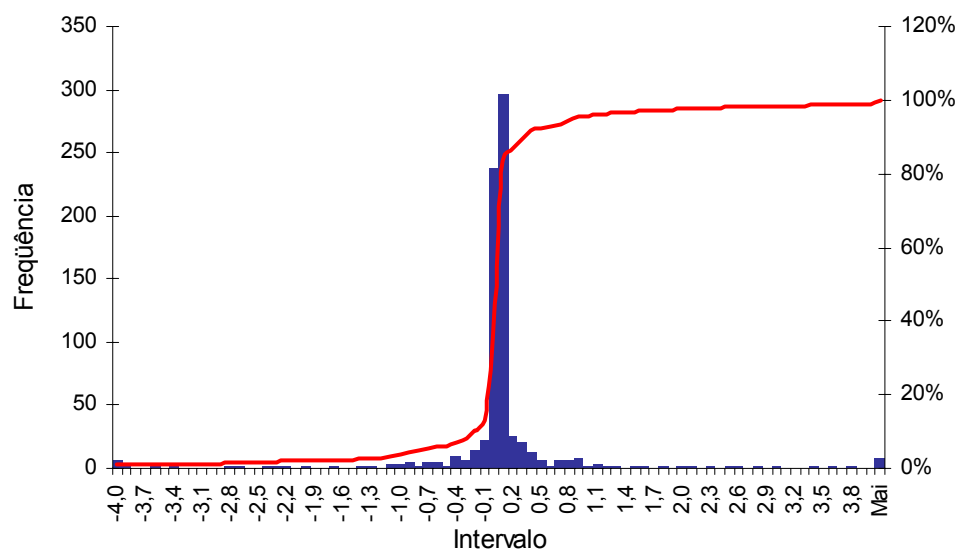
417	81	PLDN4	POLIALDEN PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
418	81	PLDN4	POLIALDEN PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
419	81	PLDN4	POLIALDEN PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
420	81	PLDN4	POLIALDEN PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
421	82	PNOR5	PRONOR PNA	1995	Preferencial	Não	Privado	out
422	83	RAPT4	RANDON PART PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
423	83	RAPT4	RANDON PART PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
424	83	RAPT4	RANDON PART PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
425	83	RAPT4	RANDON PART PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
426	83	RAPT4	RANDON PART PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
427	83	RAPT4	RANDON PART PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
428	83	RAPT4	RANDON PART PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
429	84	RPSA4	RIPASA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
430	84	RPSA4	RIPASA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
431	84	RPSA4	RIPASA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
432	84	RPSA4	RIPASA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
433	84	RPSA4	RIPASA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
434	84	RPSA4	RIPASA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
435	84	RPSA4	RIPASA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
436	85	SDIA4	SADIA SA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
437	85	SDIA4	SADIA SA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
438	85	SDIA4	SADIA SA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
439	85	SDIA4	SADIA SA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
440	85	SDIA4	SADIA SA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
441	85	SDIA4	SADIA SA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
442	85	SDIA4	SADIA SA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
443	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1995	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
444	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1996	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
445	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1997	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
446	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1998	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
447	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	1999	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
448	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	2000	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
449	86	CRUZ3	SOUZA CRUZ ON	2001	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
450	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
451	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	1996	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
452	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	1997	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
453	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	1998	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
454	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
455	87	BFIT3	SUDAMERIS ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
456	89	SGAS4	SUPERGASBRAS PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
457	89	SGAS4	SUPERGASBRAS PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
458	90	SUZA4	SUZANO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
459	90	SUZA4	SUZANO PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
460	90	SUZA4	SUZANO PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
461	90	SUZA4	SUZANO PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
462	90	SUZA4	SUZANO PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
463	90	SUZA4	SUZANO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
464	90	SUZA4	SUZANO PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
465	91	TEKA4	TEKA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
466	91	TEKA4	TEKA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
467	91	TEKA4	TEKA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
468	91	TEKA4	TEKA PN	1998	Preferencial	Não	Privado	out
469	91	TEKA4	TEKA PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
470	91	TEKA4	TEKA PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
471	91	TEKA4	TEKA PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
472	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1995	Ordinária	Não	Estatal	out
473	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1996	Ordinária	Não	Estatal	out
474	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1997	Ordinária	Não	Estatal	out
475	92	TMAR3	TELEMAR NORTE	1998	Ordinária	Não	Privado	out

			LESTE ON					
476	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	1999	Ordinária	Não	Privado	out
477	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
478	92	TMAR3	TELEMAR NORTE LESTE ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
479	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1995	Preferencial	Não	Estatal	out
480	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1996	Preferencial	Não	Estatal	out
481	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1997	Preferencial	Não	Estatal	out
482	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
483	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
484	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
485	93	TMAR6	TELEMAR NORTE LESTE PNB	2001	Preferencial	Não	Privado	out
486	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1995	Ordinária	Não	Estatal	IBOVESPA
487	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1996	Ordinária	Não	Estatal	IBOVESPA
488	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1997	Ordinária	Não	Estatal	IBOVESPA
489	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1998	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
490	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	1999	Ordinária	Não	Privado	IBOVESPA
491	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
492	94	TLPP3	TELESP OPERAC ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
493	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	1995	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
494	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	1996	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
495	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	1997	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
496	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
497	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
498	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
499	95	TLPP4	TELESP OPERAC PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
500	96	TRFO4	TRAFO PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
501	96	TRFO4	TRAFO PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
502	96	TRFO4	TRAFO PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
503	96	TRFO4	TRAFO PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
504	97	LUXM4	TREVISIA PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
505	97	LUXM4	TREVISIA PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
506	97	LUXM4	TREVISIA PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
507	98	CPCA4	TRIKEM PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
508	98	CPCA4	TRIKEM PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
509	98	CPCA4	TRIKEM PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
510	99	TUPY4	TUPY PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
511	99	TUPY4	TUPY PN	1996	Preferencial	Não	Estatal	out
512	99	TUPY4	TUPY PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
513	99	TUPY4	TUPY PN	2001	Preferencial	Não	Privado	out
514	100	UBBR3	UNIBANCO ON	1995	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
515	100	UBBR3	UNIBANCO ON	1999	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
516	100	UBBR3	UNIBANCO ON	2000	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
517	100	UBBR3	UNIBANCO ON	2001	Ordinária	Regulamentada	Privado	out
518	101	UBBR4	UNIBANCO PN	1995	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
519	101	UBBR4	UNIBANCO PN	1996	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
520	101	UBBR4	UNIBANCO PN	1997	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
521	101	UBBR4	UNIBANCO PN	1998	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
522	101	UBBR4	UNIBANCO PN	1999	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
523	101	UBBR4	UNIBANCO PN	2000	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
524	101	UBBR4	UNIBANCO PN	2001	Preferencial	Regulamentada	Privado	out
525	102	UNIP6	UNIPAR PNB	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
526	102	UNIP6	UNIPAR PNB	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
527	102	UNIP6	UNIPAR PNB	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
528	102	UNIP6	UNIPAR PNB	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA

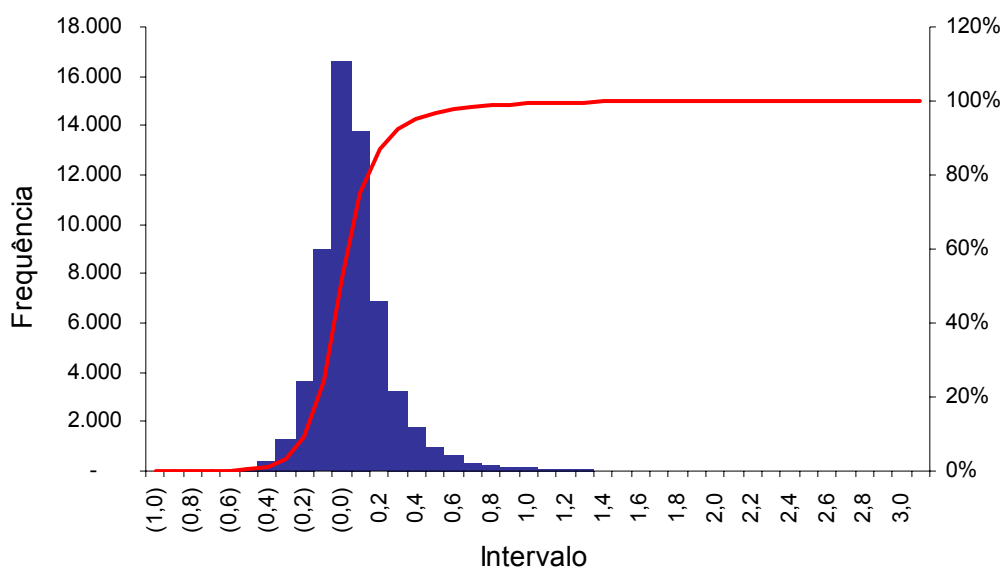
529	102	UNIP6	UNIPAR PNB	1999	Preferencial	Não	Privado	out
530	102	UNIP6	UNIPAR PNB	2000	Preferencial	Não	Privado	out
531	102	UNIP6	UNIPAR PNB	2001	Preferencial	Não	Privado	out
532	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1995	Ordinária	Não	Estatal	out
533	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1996	Ordinária	Não	Estatal	out
534	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1997	Ordinária	Não	Estatal	out
535	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	1998	Ordinária	Não	Privado	out
536	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	2000	Ordinária	Não	Privado	out
537	103	VALE3	VALE RIO DOCE ON	2001	Ordinária	Não	Privado	out
538	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1995	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
539	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1996	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
540	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1997	Preferencial	Não	Estatal	IBOVESPA
541	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
542	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
543	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
544	104	VALE5	VALE RIO DOCE PNA	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
545	105	VAVG4	VARIG PN	1995	Preferencial	Não	Privado	out
546	105	VAVG4	VARIG PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
547	106	VGOR4	VIGOR PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
548	106	VGOR4	VIGOR PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out
549	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1995	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
550	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1996	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
551	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1997	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
552	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1998	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
553	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	1999	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
554	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	2000	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
555	107	VCPA4	VOTORANTIM C P PN	2001	Preferencial	Não	Privado	IBOVESPA
556	108	ELMJ4	WEG PN	1996	Preferencial	Não	Privado	out
557	108	ELMJ4	WEG PN	1997	Preferencial	Não	Privado	out
558	108	ELMJ4	WEG PN	1999	Preferencial	Não	Privado	out
559	108	ELMJ4	WEG PN	2000	Preferencial	Não	Privado	out

ANEXO D – HISTOGRAMA (LUCRO POR AÇÃO - LPA E RETORNO MENSAL)

Histograma - Lucro Por Ação (LPA)



Histograma - Retorno Mensal



ANEXO E – TIPO DE AÇÃO X REGULAMENTAÇÃO

Sub-Amotra: Ordinária e Não Regulamentadas					Sub-Amotra: Ordinária e Regulamentadas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	102,5	94,5	99,3	3,41 **	-11	99,1	98,4	98,8	0,25
-10	98,8	91,1	95,7	2,13 **	-10	101,3	96,8	99,3	0,86
-9	95,8	86,1	91,9	2,33 **	-9	99,5	95,4	97,7	0,51
-8	96,5	85,6	92,1	2,29 **	-8	99,5	96,0	98,0	0,43
-7	96,3	83,0	91,0	2,62 *	-7	99,9	95,0	97,7	0,58
-6	96,6	82,7	91,1	2,33 **	-6	102,3	96,0	99,5	0,65
-5	96,6	79,3	89,7	2,61 *	-5	100,5	93,2	97,3	0,78
-4	96,0	79,5	89,4	2,24 **	-4	101,0	89,9	96,1	1,15
-3	95,5	78,2	88,6	2,00 *	-3	100,5	85,7	94,0	1,59
-2	95,8	79,5	89,3	1,56	-2	100,4	88,5	95,2	1,04
-1	98,2	78,7	90,4	1,99 *	-1	101,8	86,1	94,8	1,27
0	99,8	79,0	91,5	2,07 *	0	104,0	82,8	94,6	1,66
+1	101,5	80,6	93,2	1,99 *	+1	103,0	83,8	94,5	1,36
+2	101,2	77,2	91,6	2,39 *	+2	105,4	86,1	96,8	1,21
+3	100,3	76,0	90,6	2,31 *	+3	104,2	85,7	96,0	1,18
+4	100,1	77,0	90,9	2,21 *	+4	100,1	85,2	93,5	0,98
+5	100,9	76,3	91,1	2,33 *	+5	102,3	84,2	94,3	1,22
+6	101,2	80,4	92,9	1,82	+6	101,2	80,4	92,9	1,40

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Preferenciais e Não Regulamentadas					Sub-Amotra: Preferenciais e Regulamentadas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	99,6	96,9	98,4	1,84	-11	97,0	96,2	96,6	0,20
-10	100,4	95,6	98,3	2,04 **	-10	94,9	92,4	93,8	0,42
-9	102,6	93,9	98,8	3,06 *	-9	94,4	89,6	92,4	0,76
-8	103,4	92,2	98,5	3,41 *	-8	95,4	94,6	95,1	0,07
-7	104,5	89,2	97,7	4,36 *	-7	95,8	92,1	94,2	0,31
-6	105,1	87,5	97,4	4,64 *	-6	95,7	90,9	93,6	0,38
-5	105,0	86,2	96,7	4,34 *	-5	92,7	90,7	91,9	0,16
-4	103,5	83,4	94,7	4,31 *	-4	91,5	94,7	92,9	(0,20)
-3	104,3	83,4	95,1	4,06 *	-3	90,3	87,8	89,2	0,20
-2	107,8	82,8	96,8	4,34 *	-2	91,9	85,7	89,2	0,44
-1	109,3	84,1	98,2	4,14 *	-1	90,4	84,0	87,7	0,40
0	111,7	82,9	99,0	4,73 *	0	93,1	87,5	90,7	0,31
+1	111,4	83,4	99,1	4,64 *	+1	90,0	82,6	86,9	0,50
+2	112,9	84,2	100,2	4,44 *	+2	87,3	81,5	84,8	0,45
+3	116,5	84,3	102,4	4,30 *	+3	86,4	80,9	84,0	0,42
+4	118,0	87,4	104,5	3,90 *	+4	82,9	86,6	84,5	(0,25)
+5	121,7	88,7	107,2	3,99 *	+5	85,6	87,6	86,4	(0,12)
+6	122,0	89,6	107,8	3,64 *	+6	85,6	87,5	86,4	(0,12)

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO F – TIPO DE AÇÃO X TIPO DE CONTROLE

Sub-Amotra: Ordinária e Estatal					Sub-Amotra: Ordinária e Privado				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	100,7	95,6	98,7	1,09	-11	101,5	96,2	99,3	2,71
-10	101,9	91,9	98,0	1,50	-10	98,9	93,9	96,8	1,50
-9	99,9	90,3	96,2	1,31	-9	96,1	89,8	93,4	1,33
-8	98,9	90,0	95,4	1,10	-8	97,1	89,7	93,9	1,45
-7	95,4	87,0	92,1	1,05	-7	98,4	88,2	94,0	1,89
-6	96,2	83,4	91,3	1,41	-6	99,6	89,6	95,4	1,58
-5	93,0	80,0	88,0	1,24	-5	99,9	86,5	94,2	2,08
-4	94,1	77,0	87,5	1,68	-4	99,2	85,9	93,5	1,90
-3	95,2	71,4	85,9	2,40	-3	98,2	84,4	92,3	1,77
-2	95,6	66,4	84,2	2,74	-2	98,2	88,6	94,1	1,01
-1	93,7	59,7	80,5	3,11	-1	101,7	88,8	96,2	1,40
0	96,6	56,3	80,9	3,51	0	103,1	88,4	96,9	1,57
+1	94,8	60,1	81,4	2,80	+1	104,8	89,0	98,1	1,57
+2	99,7	58,5	83,7	2,85	+2	103,8	88,1	97,1	1,55
+3	96,3	56,3	80,7	2,74	+3	103,8	87,6	96,9	1,56
+4	93,3	56,0	78,8	2,61	+4	102,7	88,2	96,5	1,42
+5	93,3	57,0	79,2	2,45	+5	104,5	86,8	97,0	1,76
+6	97,1	56,3	81,2	2,50	+6	104,6	89,9	98,3	1,41

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Preferencial e Privado					Sub-Amotra: Preferencial e Estatal				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	99,7	97,2	98,6	1,78	-11	95,7	92,9	94,5	0,49
-10	100,5	95,8	98,4	2,09	-10	92,5	89,4	91,2	0,39
-9	102,8	93,9	98,9	3,24	-9	90,8	88,6	89,8	0,27
-8	103,8	92,3	98,7	3,62	-8	90,0	94,5	91,9	(0,31)
-7	105,2	89,5	98,3	4,66	-7	87,0	90,1	88,3	(0,21)
-6	105,9	87,8	97,9	4,96	-6	86,4	89,3	87,6	(0,18)
-5	105,6	86,3	97,1	4,61	-5	84,3	90,9	87,1	(0,42)
-4	104,2	83,7	95,2	4,53	-4	82,4	93,8	87,3	(0,58)
-3	104,8	83,8	95,6	4,21	-3	82,5	85,0	83,6	(0,16)
-2	108,3	83,2	97,3	4,48	-2	83,2	81,7	82,5	0,08
-1	109,9	84,6	98,7	4,26	-1	81,3	78,8	80,2	0,12
0	112,3	83,7	99,7	4,84	0	83,2	81,2	82,3	0,09
+1	112,0	84,0	99,7	4,77	+1	79,8	76,9	78,6	0,16
+2	113,1	84,7	100,6	4,51	+2	79,6	75,4	77,8	0,27
+3	116,7	84,9	102,7	4,37	+3	78,6	74,7	76,9	0,25
+4	117,7	88,0	104,6	3,89	+4	78,0	80,5	79,1	(0,14)
+5	121,7	89,4	107,5	4,01	+5	77,9	79,9	78,7	(0,11)
+6	121,9	90,3	108,0	3,64	+6	79,1	80,1	79,5	(0,05)

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO G – TIPO DE AÇÃO X LIQUIDEZ

Sub-Amotra: Ordinária e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Ordinária e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	101,2	95,8	98,8	2,35 **	-11	101,5	97,3	100,1	1,40
-10	99,8	91,6	96,2	2,25 **	-10	99,6	100,8	100,0	(0,26)
-9	96,6	88,9	93,1	1,61	-9	98,5	94,1	97,0	0,69
-8	96,8	88,3	93,0	1,69	-8	99,4	96,2	98,4	0,43
-7	97,4	86,2	92,4	2,06 **	-7	98,0	95,1	97,1	0,44
-6	98,3	86,4	93,0	1,88	-6	99,6	95,3	98,2	0,53
-5	97,9	81,9	90,8	2,45 **	-5	98,4	97,4	98,1	0,10
-4	97,2	81,5	90,2	2,20 **	-4	99,2	92,8	97,1	0,70
-3	97,1	80,4	89,6	2,14 **	-3	97,8	84,7	93,5	1,47
-2	97,5	82,9	91,0	1,55	-2	97,3	84,0	93,0	1,29
-1	100,0	79,5	90,9	2,22 **	-1	98,2	90,8	95,8	0,65
0	100,9	79,0	91,1	2,35 **	0	102,4	87,1	97,4	1,20
+1	102,2	80,2	92,4	2,18 **	+1	101,8	89,0	97,6	0,95
+2	102,5	79,0	92,0	2,29 **	+2	103,2	88,5	98,4	1,01
+3	101,1	78,7	91,1	2,12 **	+3	103,1	84,9	97,2	1,31
+4	100,4	78,2	90,5	2,15 **	+4	99,4	89,1	96,0	0,67
+5	101,6	77,4	90,8	2,39 **	+5	100,9	88,4	96,9	0,80
+6	101,7	79,0	91,6	2,14 **	+6	104,5	92,4	100,6	0,71

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Preferencial e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Preferencial e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	99,3	97,6	98,6	0,99	-11	99,3	95,5	97,7	1,79
-10	99,3	96,6	98,1	0,93	-10	100,5	92,6	97,1	2,41 *
-9	102,2	94,9	99,0	2,06 **	-9	100,6	90,6	96,3	2,76 **
-8	103,3	93,3	98,9	2,41 **	-8	101,0	90,9	96,6	1,99 *
-7	104,6	90,8	98,5	3,18 *	-7	101,4	87,2	95,2	2,65 **
-6	104,8	89,7	98,1	3,28 *	-6	102,6	84,6	94,8	3,02 **
-5	104,0	88,1	97,0	2,96 *	-5	102,6	84,0	94,6	3,04 **
-4	103,9	84,5	95,3	3,30 *	-4	98,9	84,9	92,8	2,02 *
-3	105,8	85,3	96,8	3,16 *	-3	97,0	81,1	90,1	2,44 *
-2	110,0	85,2	99,0	3,42 *	-2	98,6	79,2	90,2	2,66 **
-1	109,6	85,9	99,2	3,37 *	-1	102,6	80,5	93,0	2,27 *
0	112,7	84,1	100,1	4,03 *	0	103,7	82,3	94,4	2,20 *
+1	112,7	84,5	100,3	3,89 *	+1	102,1	81,3	93,1	2,41 *
+2	112,8	84,8	100,5	3,67 *	+2	104,4	82,2	94,8	2,43 *
+3	115,6	84,7	102,0	3,71 *	+3	108,2	82,5	97,0	2,20 *
+4	117,4	87,6	104,2	3,26 *	+4	107,6	86,6	98,5	1,81
+5	121,7	89,0	107,3	3,37 *	+5	109,7	87,7	100,1	1,86
+6	121,1	89,7	107,3	3,12 *	+6	111,7	88,8	101,7	1,68

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO H – REGULAMENTAÇÃO X CONTROLE

Sub-Amotra: Regulamentadas e Controle Privado					Sub-Amotra: Regulamentadas e Controle Estatal				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	98,4	101,3	99,5	(0,92)	-11	97,4	92,9	95,1	1,18
-10	97,2	100,5	98,5	(0,64)	-10	99,9	88,4	94,0	1,90
-9	96,4	99,6	97,8	(0,39)	-9	97,5	85,0	91,1	1,76
-8	96,8	100,1	98,1	(0,43)	-8	98,7	90,1	94,3	0,68
-7	98,2	100,1	98,9	(0,24)	-7	97,2	86,5	91,8	0,85
-6	99,8	102,1	100,7	(0,26)	-6	97,7	84,3	90,8	1,00
-5	97,5	99,2	98,2	(0,21)	-5	95,3	84,1	89,6	0,82
-4	96,5	97,0	96,7	(0,05)	-4	96,1	87,0	91,4	0,55
-3	94,2	92,7	93,6	0,17	-3	97,9	80,1	88,8	1,35
-2	93,6	98,5	95,5	(0,49)	-2	101,1	74,7	87,6	1,68
-1	93,6	97,0	94,9	(0,32)	-1	101,0	72,0	86,1	1,66
0	95,9	98,2	96,8	(0,21)	0	103,7	70,6	86,7	1,73
+1	93,8	98,7	95,7	(0,39)	+1	101,9	66,3	83,7	2,15 **
+2	92,4	102,4	96,3	(0,77)	+2	103,9	63,5	83,2	2,43 **
+3	90,9	101,9	95,1	(0,87)	+3	103,8	63,2	83,0	2,42 **
+4	87,4	102,0	93,0	(1,19)	+4	99,6	68,1	83,5	1,76
+5	89,7	101,1	94,1	(0,94)	+5	102,2	69,1	85,2	1,77
+6	90,7	101,0	94,6	(0,87)	+6	104,0	68,4	85,7	1,83

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Não Regulamen. e Controle Privado					Sub-Amotra: Não Regulamen. e Controle Estatal				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	100,4	96,5	98,7	3,02 *	-11	98,7	96,6	98,1	0,37
-10	100,6	94,8	98,0	2,81 *	-10	94,9	95,0	94,9	(0,02)
-9	102,1	92,2	97,7	3,86 *	-9	93,4	98,4	94,8	(0,64)
-8	103,2	90,7	97,7	4,24 *	-8	90,8	97,5	92,7	(0,79)
-7	104,6	87,9	97,2	5,34 *	-7	86,2	93,3	88,2	(0,88)
-6	105,3	86,4	96,9	5,52 *	-6	86,0	91,6	87,6	(0,60)
-5	105,5	84,8	96,3	5,30 *	-5	83,2	89,8	85,1	(0,57)
-4	104,2	82,6	94,6	5,09 *	-4	81,7	84,8	82,6	(0,29)
-3	104,9	82,8	95,1	4,65 *	-3	81,3	76,3	79,9	0,52
-2	108,2	82,6	96,8	4,77 *	-2	79,7	74,9	78,4	0,52
-1	110,4	84,0	98,7	4,71 *	-1	76,4	66,4	73,6	1,10
0	112,6	83,0	99,5	5,31 *	0	78,6	68,6	75,7	0,99
+1	113,1	83,3	99,9	5,35 *	+1	75,3	75,7	75,5	(0,03)
+2	114,0	83,3	100,4	5,21 *	+2	77,8	76,6	77,5	0,10
+3	117,5	83,4	102,4	5,02 *	+3	74,0	73,1	73,7	0,08
+4	118,8	86,3	104,4	4,57 *	+4	74,2	72,1	73,6	0,17
+5	122,4	87,4	106,9	4,70 *	+5	72,0	70,5	71,6	0,12
+6	122,5	88,9	107,6	3,80 *	+6	75,0	71,5	74,0	0,26

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO I – REGULAMENTAÇÃO X LIQUIDEZ

Sub-Amotra: Regulamentadas e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Regulamentadas e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	98,3	98,9	98,6	(0,15)	-11	97,9	95,6	96,9	0,66
-10	95,6	96,6	96,1	(0,17)	-10	100,3	92,7	97,2	1,35
-9	95,5	96,2	95,8	(0,09)	-9	98,2	88,7	94,4	1,58
-8	95,9	97,0	96,4	(0,14)	-8	98,8	93,5	96,7	0,44
-7	96,9	97,3	97,1	(0,05)	-7	98,7	89,6	95,0	0,76
-6	98,1	96,7	97,4	0,15	-6	99,8	90,2	95,9	0,76
-5	95,2	92,8	94,1	0,27	-5	97,9	91,2	95,2	0,53
-4	94,3	89,8	92,2	0,48	-4	98,1	94,8	96,8	0,20
-3	92,7	87,2	90,1	0,61	-3	97,8	86,1	93,1	0,94
-2	91,1	88,7	90,0	0,22	-2	100,5	85,5	94,5	1,03
-1	91,0	82,7	87,1	0,71	-1	100,6	87,7	95,4	0,78
0	93,6	87,0	89,1	0,77	0	102,8	86,2	96,1	0,93
+1	92,1	84,9	88,7	0,52	+1	100,4	81,4	92,7	1,25
+2	91,2	87,0	89,3	0,29	+2	100,9	80,4	92,6	1,40
+3	88,9	87,4	88,2	0,10	+3	100,9	79,0	92,1	1,54
+4	85,4	85,6	85,5	(0,00)	+4	96,9	86,2	92,6	0,65
+5	88,7	84,6	86,8	0,30	+5	98,7	87,1	94,0	0,69
+6	90,1	83,3	86,9	0,50	+6	94,9	87,6	94,9	0,71

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Não Regulamen. e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Não Regulament. e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	100,1	96,8	98,6	2,10 **	-11	100,5	95,9	98,6	2,12 **
-10	100,0	95,0	97,8	1,96 **	-10	100,3	94,3	97,8	1,81
-9	101,4	92,8	97,6	2,79 *	-9	100,9	92,0	97,2	2,33 **
-8	102,3	91,1	97,4	3,12 *	-8	101,4	91,0	97,1	2,46 **
-7	103,4	88,3	96,8	4,00 *	-7	101,5	87,8	95,8	2,91 *
-6	103,7	87,5	96,6	3,97 *	-6	102,9	87,6	95,3	3,39 *
-5	103,4	85,4	95,5	3,79 *	-5	103,2	84,0	95,2	3,38 *
-4	103,2	82,7	94,2	3,95 *	-4	99,4	82,6	92,4	2,86 *
-3	105,0	83,4	95,5	3,73 *	-3	96,9	79,9	89,8	2,70 *
-2	108,8	83,9	97,9	3,81 *	-2	97,4	77,8	89,2	2,91 *
-1	109,3	84,4	98,4	3,96 *	-1	102,1	79,9	92,8	2,33 **
0	111,8	82,4	98,9	4,62 *	0	103,7	81,7	94,5	2,35 **
+1	112,4	83,0	99,5	4,51 *	+1	102,7	82,8	94,4	2,30 **
+2	112,7	82,5	99,5	4,44 *	+2	105,5	84,1	96,6	2,25 **
+3	114,9	82,4	100,6	4,41 *	+3	109,6	84,3	99,1	2,03 **
+4	116,6	84,9	102,7	3,97 *	+4	109,5	87,3	100,2	1,83
+5	120,2	86,0	105,2	4,03 *	+5	111,5	88,0	101,7	1,90
+6	119,5	87,3	105,4	3,66 *	+6	114,3	89,9	104,1	1,68

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO J – TIPO DE CONTROLE X LIQUIDEZ

Sub-Amotra: Controle Privado e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Controle Privado e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	100,2	97,2	98,9	2,07 **	-11	100,0	96,4	98,5	1,61
-10	100,1	95,8	98,2	1,83	-10	100,4	94,4	97,9	1,86
-9	101,6	93,7	98,1	2,66 *	-9	100,6	91,1	96,7	2,55 **
-8	102,7	92,3	98,1	3,07 *	-8	101,4	90,3	96,8	2,65 *
-7	104,2	90,1	97,9	3,92 *	-7	102,7	86,7	96,0	3,47 *
-6	104,7	89,4	97,9	3,92 *	-6	104,3	84,4	96,0	3,73 *
-5	104,2	87,5	96,8	3,75 *	-5	104,8	83,0	95,7	3,95 *
-4	104,1	84,8	95,5	3,98 *	-4	100,8	82,4	93,1	3,16 *
-3	105,5	85,2	96,5	3,78 *	-3	98,0	80,2	90,6	2,84 *
-2	109,0	86,2	98,9	3,71 *	-2	99,1	79,0	90,7	2,96 *
-1	109,7	86,4	99,4	3,94 *	-1	104,1	82,6	95,1	2,23 **
0	112,4	84,9	100,1	4,59 *	0	105,3	84,0	96,4	2,28 **
+1	113,0	85,3	100,6	4,47 *	+1	104,3	84,3	96,0	2,31 **
+2	113,0	85,2	100,7	4,29 *	+2	106,3	85,9	97,8	2,13 **
+3	115,2	85,4	101,9	4,26 *	+3	110,7	85,6	100,3	2,02 **
+4	116,3	87,4	103,4	3,84 *	+4	110,1	89,7	101,6	1,67
+5	120,2	88,2	106,0	4,03 *	+5	112,3	90,8	103,3	1,74
+6	119,6	89,4	106,2	3,68 *	+6	114,5	92,6	105,4	1,51

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Sub-Amotra: Controle Estatal e Menos Líquidas					Sub-Amotra: Controle Estatal e Mais Líquidas				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0		-12	100,0	100,0	100,0	
-11	95,6	94,1	95,0	0,15	-11	99,3	94,1	97,2	1,50
-10	90,6	86,8	89,0	0,35	-10	100,0	92,3	96,9	1,29
-9	87,0	85,6	86,4	0,12	-9	98,9	91,1	95,8	1,23
-8	84,4	86,3	85,2	(0,15)	-8	98,8	95,4	97,5	0,28
-7	80,8	80,7	80,8	0,01	-7	95,8	92,5	94,5	0,27
-6	79,9	78,2	79,2	0,12	-6	96,3	90,7	94,0	0,44
-5	76,3	69,6	73,5	0,52	-5	94,1	93,8	94,0	0,02
-4	73,8	67,0	71,0	0,50	-4	94,6	95,4	94,9	(0,05)
-3	74,5	65,2	70,7	0,69	-3	95,1	85,3	91,2	0,78
-2	73,5	58,9	67,5	1,10	-2	96,3	82,3	90,7	0,96
-1	68,9	48,6	60,5	1,59	-1	95,7	80,5	89,5	0,94
0	69,7	48,4	60,8	1,58	0	98,8	80,2	91,3	1,04
+1	66,7	52,5	60,8	1,00	+1	96,4	77,4	88,7	1,26
+2	68,2	51,1	61,1	1,12	+2	99,0	75,7	89,6	1,64
+3	63,2	47,1	56,5	1,11	+3	98,1	75,6	89,0	1,58
+4	63,8	47,7	57,1	1,04	+4	95,3	79,8	89,0	0,98
+5	60,5	47,8	55,2	0,85	+5	96,7	79,9	89,9	1,02
+6	62,8	45,9	55,8	1,04	+6	99,2	80,5	91,7	1,11

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO K – REAÇÃO E COMPLEMENTAR

Sub-Amostra: Reação					Sub-Amostra: Complementar				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0	-	-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	100,4	97,2	99,0	1,79	-11	99,4	96,2	98,0	2,16 **
-10	100,9	96,5	98,9	1,51	-10	98,8	93,3	96,5	2,47 **
-9	104,1	95,0	100,0	2,49 **	-9	97,7	90,5	94,7	2,73 *
-8	105,3	93,0	99,8	2,87 *	-8	98,1	90,8	95,0	2,21 **
-7	106,8	90,3	99,4	3,66 *	-7	98,2	88,1	94,0	2,92 *
-6	107,4	89,4	99,3	3,75 *	-6	99,0	86,7	93,8	3,18 *
-5	106,9	88,1	98,4	3,32 *	-5	98,4	84,7	92,7	3,45 *
-4	107,1	84,5	97,0	3,65 *	-4	96,3	84,3	91,3	2,70 *
-3	109,1	85,5	98,5	3,46 *	-3	95,2	81,3	89,4	3,19 *
-2	113,5	85,3	100,9	3,67 *	-2	96,2	81,2	89,9	2,98 *
-1	113,5	86,9	101,6	3,59 *	-1	98,7	80,5	91,0	3,08 *
0	116,5	84,5	102,2	4,28 *	0	100,3	81,2	92,3	3,20 *
+1	116,9	84,8	102,5	4,19 *	+1	99,6	81,4	92,0	3,18 *
+2	117,2	85,1	102,8	3,97 *	+2	100,9	81,4	92,7	3,25 *
+3	120,6	85,1	104,7	4,03 *	+3	102,0	81,1	93,2	3,00 *
+4	122,6	88,1	107,1	3,58 *	+4	100,8	83,5	93,5	2,51 **
+5	127,1	89,5	110,2	3,66 *	+5	102,7	83,7	94,7	2,70 *
+6	126,4	90,2	110,1	3,40 *	+6	104,1	85,3	96,2	2,41 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

ANEXO L

Procedimento seqüencial para o cálculo do Índice de Performance de Retornos Anormais Acumulados (IPAR):

