

# Resultados contábeis e preços de ações: a hipótese do mercado eficiente em uma abordagem positiva

Luciano de Castro Garcia Leão\*

## RESUMO

Este artigo pretende discutir positivamente, com base na Hipótese do Mercado Eficiente (*Efficient Market Hypothesis*), alguns aspectos da Contabilidade como instrumento de gestão e alavancagem dos negócios, buscando destacar o papel dos números contábeis em fornecer informação aos mercados de capitais. Como exemplo de aplicação dessa teoria no mercado brasileiro, toma-se a Embraer como referência, ainda que simplificada, dos efeitos das informações e dos resultados contábeis sobre os preços das suas ações.

**Palavras-chave:** Contabilidade; Mercado acionário; Hipótese do mercado eficiente; Teoria contábil positiva.

Vislumbra-se, já no futuro imediato, a maior reorganização organizacional promovida pelo mercado após a Revolução Industrial. Somente as empresas altamente competitivas e bem estruturadas tendem a sobreviver no ambiente econômico que se desenha: esta perspectiva, ao nível empresarial, destaca a globalização da economia como conceito chave.

O processo histórico de globalização, que se acentuou na década de 90, tem como consequência um aumento subs-

tancial da gama de riscos com as quais o dirigente ou gestor tem de se preocupar. O custo de produzir e sobreviver globalmente, fortemente influenciado, entre outros fatores, pelas variações cambiais relativas, pela variação dos preços das matérias-primas, pela oscilação das taxas de juros e pela oferta de capitais, tem tornado o processo de gerir os negócios cada vez mais complexo.

Em particular, com a globalização da economia, não parece haver espaço para entidades que tenham fortes limitações

\* Contador, Economista, Mestre e Doutorando em Contabilidade e Controladoria pela USP, Professor e Coordenador do Curso de Ciências Contábeis da PUC Minas.

de capitais; assim, uma das maiores preocupações das empresas, principalmente dos países menos desenvolvidos, é a questão do acesso a capitais de longo prazo, com menores taxas de juros e preferencialmente remunerados a partir dos resultados alcançados. Conforme se percebe nas diversas literaturas sobre o assunto, os recursos financeiros com custo de captação mais baixo são aqueles provenientes do mercado de capitais.

Como compreender estes fatos numa ótica contábil? Não basta às empresas preocuparem-se em obter informações contábeis que orientem a gestão da forma mais econômica: é necessário também ter acesso às fontes de capitais que propiciem o menor custo de captação, e informações contábeis que viabilizem essa captação.

Portanto, questões como a influência das demonstrações contábeis nos preços das ações, ou até que ponto essas demonstrações refletem adequadamente a gestão e são observadas pelos investidores como instrumento ativo no seu processo de decidir entre as várias alternativas de aplicação financeira, fazem parte do cotidiano de vários centros de pesquisa nos países onde o mercado de capitais tem atuação significativa.

Se, comparado a outros países, o mercado acionário no Brasil ainda é incipiente, talvez não demore muito para que o país esteja totalmente integrado aos mercados mais desenvolvidos; por conseguinte, temas que atualmente provocam discussão ao nível internacional em breve passarão a ser também tratados na agenda contábil nacional com a devida importância e, particularmente, dentro

do ambiente acadêmico.

Por isso, este artigo pretende destacar alguns aspectos da *Contabilidade como instrumento de alavancagem dos negócios*, buscando examinar o mundo econômico a partir da perspectiva do mundo contábil. Essa não é uma tarefa simples. De modo a testar a consistência de algumas teorias recentes sobre o assunto, e buscando tornar a proposta menos monótona e indigesta, será apresentado um estudo típico da fase atual da economia brasileira: o *case* de uma empresa recém-privatizada, a Embraer (Empresa Brasileira de Aeronáutica S. A.), e o comportamento de suas ações no mercado de capitais.

É claro que as diversas fontes, quando utilizadas, estão isentas da responsabilidade pelas conclusões deste trabalho, ou pelas obstinadas opiniões de seu autor, que objetiva contribuir para um tema tão importante, tanto para nossas entidades, em particular, quanto para o fortalecimento das Ciências Contábeis.

## A CONTABILIDADE NO CONTEXTO DE GESTÃO DOS NEGÓCIOS

O cotidiano dos agentes econômicos se constitui em necessidades e/ou oportunidades de decidir sobre a consecução de determinados objetivos. Tais decisões, quanto à utilização racional de recursos, fundamentalmente analisadas dentro do modo de produção capitalista, dão-se embriagadas pelo estado de precária adaptação lógica à instabilidade, às incertezas e às evidências geralmente inseguras, e sujeitas a bruscas e violentas mudanças.

Delineia-se, assim, a importância para as entidades, em todas as suas dimensões, de um referencial para as decisões que esteja voltado para a sobrevivência e a obtenção de resultados, mediante um processo estruturado de decisões, sustentado por um adequado sistema de informações. Aqui a Contabilidade se insere, procurando fornecer, a partir de seus relatórios, senão o único, o principal instrumento para o entendimento dos usuários, o direcionamento de suas ações, o conhecimento e inferências econômicas, legais e sociais, sobre o estado patrimonial das entidades.

Portanto, utilizando a abordagem do enfoque sistêmico, conforme descrito por Churchman (1972), deve-se considerar sempre os ambientes externo e interno das entidades, que interagem e se refletem na Contabilidade. O desenvolvimento do caráter crítico das interações entre agentes e entidades no mercado (instável ao extremo, por natureza) exige que as representações dos fluxos de recursos se aperfeiçoem, manifestando concreta e corretamente as melhores alternativas de combinação.

*Normativamente*, a teoria contábil é rica em conceitos que primam pela explicação da realidade desse ambiente sistêmico. Entretanto, uma análise dos usuários e do ambiente competitivo atual tem mostrado, muitas vezes, uma tendência de harmonização caótica entre as profundas modificações e sofisticadas necessidades e os diversos serviços implementados pelos contadores: explícito está que tanto o conteúdo empírico dos problemas contábeis quanto as fronteiras das Ciências Contábeis são mutáveis,

o que exige desta, antes do “lançamento”, a profunda compreensão daquilo que está tentando contabilizar.

Observa-se que, a partir da sistematização das Ciências Contábeis e seu enquadramento aos “princípios geralmente aceitos”, não obstante a validade de tais conceitos, os mesmos nem sempre são operacionalizados, ou, quando o são, não cumprem plenamente a sua função, talvez porque a forma de explanação não se ajustou às modificações nas situações práticas. Nesse sentido, diversas têm sido as propostas que visam acionar, atualizar ou até resgatar o papel informativo do calabouço conceitual, com destaque para as pesquisas que se iniciam no Departamento de Ciências Contábeis da PUC Minas.

Na comunidade contábil, tais propostas devem nos envolver *positivamente* em novas discussões de conceitos clássicos, pois faz-se necessária a compreensão do ambiente econômico, que impacta essencialmente o estabelecimento de padrões e normas, como também, segundo Hendriksen e Van Breda (1992, p. 163-167), determina o desenho otimizado dos sistemas contábeis e, “nos capacita a examinar a perturbadora complexidade social sob nova luz”. (Morgenstern, apud Vasconcellos Filho & Pagnocelli, 1988, p. 23)

Notadamente sob o modo de produção capitalista, os agentes econômicos revolucionaram as simples formas de produção e troca, transformando-as em complexas operações de organizações denominadas *empresas*, que constituem, virtualmente, uma rede de atividades relacionadas e interdependentes, ligadas pela produção que permutam. Interes-

sante notar que o comportamento dessa unidade do setor de produção (empresa) é caracterizado pela noção de racionalidade, ou seja, o desenvolvimento de sua atividade deve procurar otimizar seus resultados em termos de produção e lucro. Isso também nos leva a analisar, de maneira sucinta, o modo de produção da sociedade capitalista privada a partir da motivação de suas atividades, destinadas a produzir bens e serviços de troca, e não, de consumo.

Nesse âmbito, a ótica da teoria econômica tradicionalmente coloca para o “homem econômico” o princípio de otimização da alocação de recursos com vistas aos resultados. Embora contestada em outros regimes de mercado que não o capitalista, essa concepção hedonista, que considera tal homem como racional e calculador dos prazeres e sofrimentos, parece bem adequada à hipótese concorrencial real, na qual, conforme Simonsen (1969, p. 6), “maximizar o lucro é um objetivo econômico natural (...) quase uma imposição darwiniana”, já que as entidades, não procurando otimizá-lo, correm o risco de serem eliminadas do mercado por um processo de seleção natural. As afirmativas desse parágrafo e do anterior, ao meu ver, são de perfeita aplicação, inclusive para as entidades sem fins lucrativos, com as devidas adaptações.

Nesse processo, a gestão dos negócios tende a se deslocar, pelo crescimento ou aperfeiçoamento, de *proprietários e famílias* para *gerentes e diretores*, cujas tarefas incluem, periodicamente, a prestação de contas aos acionistas dos negócios da entidade. Portanto, segundo Keynes (1985, p. 111),

com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. (...) A bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente de cada indivíduo de rever suas aplicações.

As bolsas de valores determinam e publicam os preços dos títulos: o preço de um título individual é determinado por sua demanda e oferta. Sistemicamente, um mercado de capitais aproxima compradores e vendedores provenientes de todas as áreas geográficas, ao mesmo tempo que lhes garante que os mesmos permaneçam, de certa forma, anônimos. Isto ajuda a assegurar um mercado *eficiente* no qual o preço reflete o valor adequado do título.

Keynes (1985, p. 106-107) também afirma que a expectativa sobre o futuro afeta o presente por intermédio do preço. Essa assertiva é exemplificada por Simonsen (1969, p. 9):

A produção leva tempo. Isso obriga as empresas a tomarem suas decisões de produção em função de expectativas, que podem ou não se realizar. Os desvios entre as previsões e a realidade, obviamente, levarão as empresas a retificar seus planos de produção e suas decisões de compra de fatores. Essa retificação, todavia, leva algum tempo a ser completada, pois a empresa dispõe ou precisa de fatores duráveis que não podem ser vendidos ou adquiridos instantaneamente. Segue-se daí um sistema dinâmico de reajustamentos, em que as decisões e os resultados de um período afetam as decisões e as previsões do período seguinte.

Isso, na prática, quer dizer que as alterações nas avaliações de uma empresa causam mudanças na oferta e demanda de seus títulos, resultando na alteração de seus preços: já que os preços dos títulos são imediatamente disponíveis às partes interessadas, elas podem usar essa informação para tomar melhores decisões de compra e venda.

Os mercados de capitais, necessários para o crescimento do estoque de bens de capital na economia, permitem que aqueles segmentos que precisam de capital para adquirir instalações e equipamentos obtenham fundos dos numerosos poupadores. Exatamente como os intermediários financeiros coletam poupanças de inúmeras partes e as emprestam a tomadores aceitáveis, assim também os mercados de capitais permitem a conversão de poupanças em investimentos, através de empréstimos ou da venda de controles acionários: indivíduos, empresas, governos e instituições financeiras canalizam suas poupanças para empréstimos a longo prazo ou compras de títulos de empresas, governo e instituições financeiras.

O fator-chave que diferencia o mercado monetário do mercado de capitais é que este último fornece fundos permanentes ou a longo prazo à entidade, enquanto o primeiro fornece financiamento para empréstimos a curto prazo. Embora ambos os mercados sejam importantes à longevidade das referidas entidades (entre elas, com destaque, o próprio governo), os mercados de capitais oferecem o mecanismo através do qual grandes somas de dinheiro podem ser levantadas para aumentar a capacidade

produtiva da economia.

Isso é realidade no Brasil? Desnecessário destacar que o termo “atualmente”, nas palavras escritas por Keynes, refere-se ao mercado norte-americano nos idos de 1920, enquanto, na prática da economia brasileira, observam-se poucas empresas que buscam recursos significativos no mercado de capitais, em que pese um número crescente negociando suas ações em bolsas de valores.

Muitos, entretanto, são os críticos a caracterizar pela estrutura de capitais as empresas brasileiras, mesmo aquelas de capital aberto, em sua expressiva maioria, dependente de capitais alheios e de financiamentos de curto prazo (dependentes do sistema financeiro) e longo prazo (provenientes de fontes governamentais, por repasse do sistema financeiro).

No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) foi elaborada com vistas a disciplinar o mercado de ações. Adicionalmente, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) também emite normas sobre demonstrações contábeis, além de ter função fiscalizadora do mercado. Assim, contando com uma *estrutura legal*, a captação de recursos no Brasil, via abertura do capital das empresas, vem ganhando espaço na economia, mas alguns obstáculos levantados por Silva (1988, p. 26) ainda se impõem:

- se for comparado o volume de recursos aplicados no mercado financeiro como um todo com os recursos movimentados nas bolsas de valores, observa-se que estes últimos, historicamente, têm participação bastante modesta;
- a abertura de capital de uma empresa requer um processo de reeducação do

empresário, que, muitas vezes, está acostumado a tomar decisões sem ter que prestar contas a outras pessoas. A partir da abertura do capital da empresa, haverá necessidade de maior transparência no gerenciamento dos negócios, bem como o compromisso de prestar informações aos acionistas e à comunidade de analistas;

- o próprio sistema de informações que se destinam ao mercado ainda é muito elitista. Em que pese o esforço da CVM pela clareza e seriedade das informações, um cidadão que não for especialista na área contábil-financeira dificilmente será capaz de interpretar as informações que são divulgadas. Portanto, sua decisão necessitará de uma assessoria especializada, o que é bastante positivo, ou será baseada em boatos, o que é muito negativo;
- a instabilidade do mercado de ações, que oscila com muita frequência, indo de altas a baixas muito grandes em pouco tempo, é um problema muito sério. Na euforia das altas, muitos investidores entram e perdem muito dinheiro, passando, a partir daí, a não mais acreditar na bolsa ou a desinteressar-se por aplicar nela. Esse processo, na prática, tende a expulsar do mercado de ações esse tipo de investidor;
- por fim, outro problema é a seriedade que deve ser dada ao mercado de ações: manipulação de informações pelas empresas e escândalos envolvendo corretores e agentes do mercado são atos condenáveis, assim como qualquer artifício que altera os preços das ações e prejudica a imagem do mercado.

De qualquer modo, o surgimento e desenvolvimento de mercados de capitais nas economias capitalistas vêm dinamizar os negócios e a transferência de direitos de propriedade sobre fatores de produção, possibilitando às entidades a obtenção de recursos ao seu desenvolvimento. As bolsas de valores realizam inúmeras funções importantes para a criação de um mercado contínuo de aloca-

ção de capitais (por definição, escassos); *entretanto, aqueles que fornecem e aqueles que buscam capital necessitam de informação, de modo a decidir onde investir ou emprestar, e a que preço.*

## O MODELO ATUAL DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E O INTERESSE NO MERCADO ACIONÁRIO

Iudícibus (1981, p. 24) define a Contabilidade como sendo “o método de identificar, mensurar e comunicar informação econômica, a fim de permitir decisões e julgamentos adequados por parte dos usuários da informação”. Portanto, vista a Contabilidade sob a ótica de um *sistema de informações*, o mesmo autor destaca: “esse processo de comunicação implica o reconhecimento dos tipos de informação necessários para cada categoria principal de usuário da informação contábil e a avaliação da habilidade dos usuários em interpretar a informação adequadamente”.

Assim, “os objetivos dos relatórios contábeis têm origem nas necessidades daqueles para os quais a informação se destina, que, ao seu turno, dependem significativamente da natureza das atividades e decisões econômicas nas quais estes usuários estão envolvidos”. (Fasb apud Hendriksen e Van Breda, 1992, p. 163)

Para que se evitem discussões subsidiárias, e aproveitando a afirmação de Kam (1986, p. 41), no limite, a sociedade inteira pode ser considerada como constituindo o grupo universal de “usuários”; entretanto, dentre os diversos usuários da informação contábil, um grupo

tem ligação direta com o desenvolvimento do tema proposto: os acionistas e investidores. Para estes, de acordo com o FASB (Financial Accounting Standards Board), uma informação útil deve possuir duas características primárias: relevância e confiabilidade. Ou seja:

- a) com relação à primeira característica, como pode existir uma distinção entre acionistas e administradores (embora não exista impedimento do acionista dirigir o negócio) surge a necessidade de se avaliar a eficácia da administração na condução e gestão do empreendimento;
- b) por outro lado, com relação à segunda característica, é considerada útil se fornece uma base segura para os investidores avaliarem a quantidade, ocorrência e incerteza dos fluxos futuros de caixa devidos a eles pelas suas relações com a entidade.

Em um sentido mais amplo, os investidores, no mercado de capitais, necessitam tomar decisões sobre que ação comprar, quando comprar, quando vender, como compor uma carteira de ações, que clube de investimento oferece maior segurança, qual fundo de ações é o mais arriscado, porém mais rentável, qual o mais seguro e o mais líquido. E a pergunta que se coloca é: todas essas decisões precisam ser fundamentadas em informações contábeis?

Ao contrário de transformar essa questão em uma afirmação normativa, os profissionais da Contabilidade devem manter-se particularmente interessados no mercado de capitais em razão da sua

capacidade em testar as suposições, teorias e conceitos contábeis. O mercado é o melhor indicador do potencial de demanda por informações da sociedade, e aqui reside um dos atuais dilemas da Ciência: a utilidade (ou não) das informações contábeis para os investidores.

Nesse sentido, um argumento bastante tradicional *contra* a utilidade da contabilidade para efeito da avaliação procedida por investidores individuais admite que, como os gestores são capazes de reportar os resultados que desejarem e enganar o mercado de ações (Briloff, 1972), os números apurados como resultados são inúteis, pois não são mensurados utilizando um conceito único de renda. Como conseqüência, o mercado acionário não poderia, a partir das demonstrações contábeis, discriminar entre entidades eficazes ou não, nem precificar suas ações apropriadamente.

Afora o argumento anterior, de manipulação espúria, é interessante repetir que a atual tendência da Contabilidade, ao contrário de simplificar procedimentos contábeis para o entendimento dos usuários, os têm tornado mais complexos. Talvez os contadores não expressem sua simpatia pelos usuários ingênuos, ou estejam tomando uma posição mais realista considerando o nível necessário de sofisticação do usuário, prevendo a grande complexidade dos procedimentos e informações contábeis no futuro, porque as práticas de negócios têm-se tornado mais e mais complexas. Se isso for verdade, a atitude dos contadores pode ser resumida na frase de Kam (1986, p. 44): “os contadores têm a responsabilidade de fornecer informação, mas o usuário

tem a responsabilidade de aprender a utilizá-la adequadamente”.

Por outro lado, se o objetivo for determinar qual informação contábil é mais útil para o investidor individual, e se resultados contábeis podem ser medida ou indicador de valor útil, o teste do mercado parece ser o melhor caminho. Isso deve levar os cientistas a intensificar pesquisas que focalizem o impacto das informações sobre os investidores no mercado, como um todo, ainda que persistam extremas dificuldades em determinar as utilidades pessoais das informações ou seu perfeito entendimento. Do ponto de vista do presente artigo, a abordagem do mercado explicita dois objetivos para a Contabilidade:

- 1) fornecer a informação necessária para os agentes instrumentalizarem a gestão e buscarem uma ótima alocação de recursos;
- 2) possibilitar que os agentes alavanquem os negócios, com investidores compondo portfólios que reflitam as suas preferências em obter o máximo retorno com o menor grau de risco, e recebendo retornos satisfatórios de acordo com a oportunidade e estrutura de mercado escolhida.

Pela segunda vez, caso estes objetivos sejam verdadeiros, será então identificada uma relação biunívoca de *eficiência*: a Contabilidade pode tornar as relações no mercado eficientes, se os usuários do mercado forem eficientes no entendimento e utilização das informações contábeis.

## EFICIÊNCIA DO MERCADO: UMA ABORDAGEM POSITIVA

Nos mercados de capitais mais dinâmicos e desenvolvidos, os relatórios contábeis funcionam, popularmente, como mantenedores dos investidores antigos e como chamariz para novos investidores. Por um lado, presume-se que, quanto maior a “frequência”, em outras palavras, quanto menores os intervalos entre as demonstrações, maior a possibilidade de esses relatórios fornecerem aos gerentes de investimentos estratégias mais acuradas para determinar o resultado do curto prazo das entidades, o que pode forçar os gestores das empresas a focar a evidenciação de ganhos no curto prazo. Administrativamente, tais pressões podem levar os gestores a reagir de maneira indesejável:

- a) decisões estratégicas no desenvolvimento de produto puramente dirigidas pelo mercado, mostrando pouca imaginação;
- b) entidades levadas a adquirir recursos e processos de terceiros, em vez de desenvolver novos recursos produtivos e processos para adquirir vantagens competitivas;
- c) a inovação é desestimulada no curto prazo, adotando-se medidas copiadas de outras empresas em que já mostraram algum resultado e onde as conseqüências das ações tomadas são previsíveis.

Por outro lado, do ponto de vista contábil, a orientação ao curto prazo pode-se manifestar nas demonstrações de várias maneiras. No mercado norte-americano, por exemplo, os gestores são fre-

qüentemente acusados de terem aversão ao risco e de evitarem investimentos com longo prazo de retorno, como, por exemplo, investimento em pesquisa e desenvolvimento. Como resultado, tais entidades, solicitadas a potencializar o retorno de curto prazo, ao contrário de procurar inovações, mantém-se excessivamente líquidas, concentrando seus esforços em aplicações financeiras (*financial games*) em vez de concentrar sua atenção na estratégia de seus produtos e serviços e nas necessidades do mercado.

O debate sobre a *performance* da gestão na criação de valores para os acionistas tem o voto do mercado, e as entidades que mostram baixo risco são preferidas. Na atualidade, os gestores respondem a esse estímulo basicamente de duas formas:

- a) a primeira resposta tem sido a reestruturação de suas companhias para permitir o aumento do valor das ações, haja vista o movimento recente de fusões e aquisições de grandes companhias do mercado internacional, nacional e regional. Essa reestruturação ou redefinição de competência tem reflexos imediatos nas demonstrações, com venda de ativos (às vezes permitindo que esses recursos sejam empregados em atividades mais valiosas), descontinuidade ou diminuição de filiais, divisões ou subsidiárias de baixo desempenho, redução de despesas, reposicionando as unidades de negócios e o uso eficiente do caixa;
- b) a segunda classe de resposta, comum onde o controle das empresas está pulverizado ou está negociado

no mercado, tem sido a procura de uma proteção do controle do mercado através de acordos com os conselhos administrativos, com propostas de atuação que modificam o procedimento de votos dos acionistas e outras regras administrativas.

Os investidores institucionais, segundo a revista *Fortune* (1985, p. 167), reftam rigorosamente a noção que são “somente investidores de curto prazo” e insistem que estão interessados no ganho da carteira de investimentos, resultante da melhora das perspectivas futuras. Então, pode-se dizer normativamente que o mercado de ações é receptivo ao anúncio de investimentos estratégicos, e que esse mercado parece dar ênfase considerável à evidenciação da gestão e à perspectiva de desenvolvimento de longo prazo na avaliação das ações. Ao mesmo tempo, todavia, eles professam ser rigorosos com os administradores que desperdiçam recursos e cobram a sua responsabilidade.

Nesse ínterim, para que se discuta “positivamente” o papel dos números contábeis em fornecer informação aos mercados de capitais, para os propósitos de avaliação da economia futura a partir da economia presente, deve-se levar em consideração a Hipótese do Mercado Eficiente (*Efficient Market Hypothesis*), proposta originalmente pelo Professor Eugene Fama (na Universidade de Chicago).

## A HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

De acordo com a literatura, a Hipótese do Mercado Eficiente estabelece, por

um lado, que informações irrelevantes são ignoradas pelo mercado e que, ao contrário, toda informação nova disponível é refletida imediatamente, ou com o mínimo de defasagem, no preço das ações.

De maneira mais formal, considerando-se os custos de estocagem, transação e de informação como nulos, o preço esperado de um ativo, a partir de um dado conjunto de informações, é igual ao seu preço no período anterior mais o retorno esperado do ativo no período  $t + 1$ , considerando o risco fornecido pela informação (Watts & Zimmerman, 1986, p. 16-18). Dessa forma, o preço das ações reage rápida e “inteligentemente” na alocação de recursos e na estimativa dos custos dos fatores a partir da disponibilidade de informações.

No mercado norte-americano, existe uma extensa e intensa atividade de pesquisa que investiga a associação empírica entre rendimentos e preços das ações e se os rendimentos possuem conteúdo informativo. Essa literatura, iniciada pelo artigo de Ball e Brown (1968, p. 159-178), ainda está em desenvolvimento, e “é positiva no sentido de investigar por que os rendimentos contábeis e preços das ações estão relacionados e por que os rendimentos transmitem informações ao mercado das ações”. No Brasil, por enquanto, merece destaque a iniciativa de Schiehl (1996) e Favarin et al. (1997).

A Hipótese do Mercado Eficiente tem sido testada com respeito a tipos particulares de informação para determinar se todas as informações disponíveis sobre o desempenho e a gestão são *anexas* aos preços dos títulos imediatamente ou com um atraso mínimo, e de uma

maneira imparcial. Em outras palavras, sempre que surgirem novas informações relevantes relativas a um título específico, que alterem as expectativas dos investidores, o preço de equilíbrio do título é atingido rápida e apropriadamente.

Deve-se ter em mente que essa teoria propõe mudanças nos *preços relativos* com as novas informações relativas a títulos específicos. O nível de preços dos títulos é o resultado de um número de fatores econômicos gerais, incluindo a taxa de juros predominante, a taxa de inflação e expectativas em relação a condições econômicas gerais (apesar desses fatores afetarem os títulos individuais de maneira diferente). Um mercado de ações competitivo é suficiente para que esses ajustes ocorram, isto é, um mercado no qual os preços de títulos são livres para se mover de uma maneira tal que atingirão o equilíbrio quando a oferta e a procura para cada título for igual.

Segue-se, quase por definição, que um mercado pode ser dito “eficiente” em relação a um conjunto de informações, se for impossível obter lucros anormais ao negociar com base naquelas informações. Alguns investidores irão perder, e outros, ganharão: é somente na média que não haverá ganhos anormais (isso não é muito diferente de se lançar uma moeda: as chances de ganhar e perder são idênticas). Esse enunciado de eficiência do mercado quase naturalmente apela para a intuição do leigo ou não iniciado em Contabilidade. Na sua aparente simplicidade, entretanto, envolve pelo menos dois problemas:

- a) como é possível dizer quando as informações contábeis são total-

mente refletidas no preço de um título?

- b) ao afirmar-se que não é possível ganhar lucros anormais, então deve-se definir lucros anormais.

Na verdade, há duas partes componentes relacionadas com a eficiência: a primeira está relacionada à velocidade com a qual mercado reage; a segunda está relacionada com a propriedade da resposta. As evidências com relação à velocidade parecem ser relativamente conclusivas: os mercados reagem a novas informações com uma velocidade incrível, e até mesmo prevêm as informações contábeis.

Se, em muitos casos, a reação do mercado a novas informações é completa dentro de uma questão de horas, as evidências não são tão claras em relação à propriedade: um motivo parcial para dúvidas está na definição do que seria uma resposta apropriada, o que é particularmente difícil de se definir em um mundo onde as opiniões estão divididas, ou seja, em um mundo de crenças heterogêneas.

## OS TESTES DA EFICIÊNCIA DO MERCADO

Segundo Watts & Zimmerman (1986, p. 18-19), os testes da Hipótese do Mercado Eficiente (EMH) são geralmente classificados em categorias amplas, que refletem o custo do tipo de informação contábil usada para testar a eficiência do mercado.

Como um primeiro passo nessa abordagem *positiva* (mas somente um primeiro passo), este artigo dividirá as informações potenciais em três grandes cate-

gorias:

- a) aquelas que podem ser derivadas da simples observação dos preços de títulos;
- b) aquelas que estão disponíveis publicamente, que incluem preços de títulos; e,
- c) finalmente, aquelas informações ditas “privilegiadas”.

Isso leva a uma análise e discussão nas seções seguintes, juntamente com suas implicações, de três formas de eficiência do mercado: *fraca*, *semiforte* e *forte*.

### A forma fraca da EMH

A *forma fraca da EMH* afirma que *os preços de títulos refletem totalmente as informações inferidas pela seqüência histórica de preços*: esta forma da EMH não tem maior relevância para a contabilidade, implicando que novas informações são anexadas imediatamente nos preços de títulos. Se as novas informações forem refletidas nos preços, gradualmente, com o tempo, uma mudança nos preços seria uma indicação do tamanho e da direção da próxima alteração de preços. Somente se o ajuste do mercado às novas informações fosse instantâneo, as alterações de preços seriam independentes, o que foi provado na literatura sobre a *Efficient Market Hypothesis* ser o caso.

### A forma forte da EMH

Na outra extremidade do espectro, a *forma forte da EMH* afirma que todas as informações relevantes *disponíveis* são refletidas nos preços de títulos, ou seja, que os preços de títulos refletem completamente informações privilegiadas (*insider*), bem como todas as informações dis-

poníveis publicamente. No entanto, as evidências da literatura consultada até hoje não demonstraram que essa hipótese seja verdadeira e, portanto, pode-se assumir que o mercado é ineficiente em relação a informações privilegiadas e que rendimentos excessivos poderiam ser obtidos através da negociação com base em tais informações.

Essa hipótese realmente parece bastante difícil de ser provada, por várias razões:

- a) podem existir leis que controlem informações privilegiadas obtidas por *insiders* (p. ex., propriedade industrial). Entretanto, mesmo as leis podem não ser claras em relação ao que pode ser considerado informação privilegiada e o que é informação pública;
- b) *por definição, as informações privilegiadas não estão disponíveis para o público, devendo ser difícil, portanto, observá-las e estudá-las;*
- c) não parece claro como as informações privilegiadas podem ser totalmente refletidas nos preços de títulos, se elas só estão disponíveis para um pequeno segmento do mercado.

A princípio, as informações privilegiadas poderiam se tornar incorporadas aos preços de títulos em, pelo menos, duas maneiras:

- 1) se aqueles que obtêm informações privilegiadas negociassem com base em tais informações, a própria oferta adicional para o título aumentaria o preço até que as informações se tornassem públicas ou não mais relevantes. Mas, se aque-

les que negociam com tais informações tivessem recursos limitados, o efeito no preço de mercado seria mínimo. Conforme o número de indivíduos usando tais informações aumenta, as informações podem, em um determinado ponto, serem consideradas como sendo públicas. Então, é difícil avaliar a princípio, ou empiricamente, o efeito das informações privilegiadas nos preços de títulos;

- 2) uma segunda maneira em que as informações privilegiadas poderiam afetar os preços de títulos está realmente associada com a primeira maneira. Se aqueles de quem se sabe que possuem informações privilegiadas, ou que provavelmente as possuem, aumentarem significativamente o volume de suas negociações naquele título, outros participantes no mercado irão assumir que há informações positivas ou negativas disponíveis àqueles indivíduos de quem se imagina possuidor de tais informações; assim, os outros participantes irão reagir às informações sem saber exatamente o que elas são. Dessa forma, pelo menos, as implicações das informações privilegiadas se tornam públicas e são consideradas pelo mercado. A dificuldade é que aqueles que usam as informações privilegiadas já terão obtido uma vantagem competitiva e terão sido capazes, pelo menos temporariamente, de ganhar retornos excessivos.

As implicações da forma forte da EMH para a contabilidade questionam

se esta deve servir para uma função social; se assim o for, ela deveria tentar tornar disponíveis publicamente informações relevantes o mais rápido possível, de forma a minimizar a possibilidade do uso de informações privilegiadas. Quando as informações privilegiadas são usadas para que indivíduos específicos tenham vantagens, outros participantes no mercado perdem, e o efeito é uma transferência de bens de alguns investidores para outros.<sup>1</sup>

### A forma semiforte da EMH

A *forma semiforte da EMH* assume uma posição entre as formas fraca e forte. Ela diz que os preços de títulos refletem todas as informações *disponíveis publicamente*. Isso inclui informações relativas aos preços de títulos atuais e anteriores, mas exclui as informações privilegiadas. Se o mercado for eficiente na forma semiforte, as novas informações disponíveis publicamente serão anexadas aos preços de ações instantaneamente e de uma maneira imparcial. Definido de outra forma, o mercado é eficiente de maneira semiforte, se os preços do título se comportarem como se todos estivessem a par das informações disponíveis publicamente.

Vários estudos consultados sustentaram a EMH na forma semiforte, e ela agora é relativamente aceita de forma geral para os mercados de ações nos Estados Unidos e em vários outros países; no entanto, um número crescente de anomalias têm começado a aparecer nos úl-

timos anos, gerando um pouco de dúvidas na teoria. Muitas dessas anomalias parecem estar relacionadas a ações que são negociadas com menor frequência ou onde as informações são mais difíceis de serem interpretadas, como o exemplo recente, no Brasil, ocasionado pela negociação das ações da LIGHTPAR.

Apesar dessas anomalias, este trabalho continuará a assumir que o mercado é eficiente de maneira semiforte, em parte porque não existem alternativas bem articuladas atualmente e em parte porque o balanço das evidências continua a favorecer a eficiência.

### ALGUMAS IMPLICAÇÕES PARA A CONTABILIDADE

Deve-se enfatizar, para aqueles agora apresentados ou pouco familiarizados com essa teoria, que a eficiência do mercado não implica adivinhação por parte do mercado: tudo que ela implica é que o mercado reflete os melhores “palpites” de todos os seus participantes com base no conhecimento disponível no momento. Na realidade, por definição, o mercado não reagirá, a menos que ele aprenda algo que não sabia anteriormente.

A teoria da Eficiência dos Mercados também não propõe que o preço atual seja o preço “correto”, mas apenas que seja um indicador “não enviesado” do valor futuro (ou seja, nem muito acima, nem muito abaixo na média). Para a gestão corporativa, então, o preço atual das

<sup>1</sup> Pode-se imaginar, também, que tais transferências são intencionalmente provocadas por aqueles de quem se sabe que possuem informações privilegiadas, e que levam a reações dos outros participantes (que não sabem exatamente as informações).

ações pode ser entendido como a estimativa coletiva do mercado do valor presente dos fluxos futuros de caixa de risco da companhia. E a menos que alguém tenha informações privilegiadas significantes (ou possa confidencialmente prever a direção do mercado como um todo), o preço corrente pode bem ser a estimativa mais confiável do valor da companhia da forma como tem atuado atualmente.

### O CASO DA EMBRAER

Procurando trazer para o mercado brasileiro, a título de exemplo, a aplicação dessa teoria para a gestão e alavancagem dos negócios, toma-se para este artigo um trabalho anterior do autor sobre a Embraer como referência, ainda que simplificada, dos efeitos das informações e dos resultados contábeis sobre os preços das suas ações.

Segundo Favarin et al. (1997), a Embraer tem por objetivo projetar, construir e comercializar aeronaves e materiais aeroespaciais e respectivos acessórios, componentes e equipamentos, mantendo os mais altos padrões de tecnologia e qualidade; promover ou executar atividades técnicas vinculadas a produção e manutenção de material aeroespacial; contribuir para a formação de pessoal técnico necessário a indústria aeroespacial; e executar outras atividades tecnológicas, industriais, comerciais e de serviços correlatos à indústria aeroespacial.

A partir do leilão de privatização ocorrido em 7/12/94, a iniciativa privada passou a deter 60,14% do capital votan-

te, enquanto o Governo Federal permaneceu com 26,64% do capital votante. Tratando-se de uma empresa sobre a qual muitas especulações referentes a sua capacidade de sobrevivência no controle da iniciativa privada foram feitas ao longo do processo de privatização, e envolvendo interesses múltiplos tidos como de segurança nacional, parece interessante verificar as reações do mercado com relação as suas ações, no período que antecedeu o processo e privatização e no período subsequente, à luz da Hipótese de Mercado Eficiente.

Como ponto de partida dos trabalhos, foi escolhido no histórico de atividades da empresa o período compreendido entre 31 de março de 1994 a 30 de junho de 1996 que, segundo reportagem da revista Exame Melhores e Maiores (junho, 1999), assim foi descrito: “ex-estatal, então em estado pré-falimentar. A dívida da companhia chegava às alturas, as vendas estavam estagnadas, os funcionários desmotivados, o futuro era incerto”.

Nesse período, que considera o processo de privatização e reestruturação, serão analisados os relatórios trimestrais (anexos ao final deste trabalho), enviados pela empresa à CVM, conseqüentemente transmitindo ao mercado informações a respeito das suas atividades. Estas informações podem ser avaliadas na Tab. 1, a seguir. Também foram inseridas na tabela notícias publicadas no jornal **Gazeta Mercantil** e fornecidas pelo serviço de informações do mesmo; assim, os números indicativos seguidos do símbolo ① representam notícias divulgadas nos relatórios trimestrais enviados à CVM, e os números indicativos seguidos

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

continua...

Número indicativo	Data	Informação divulgada
	31/3/94 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No primeiro trimestre, a Embraer apresentou um prejuízo equivalente a 55,12% das vendas líquidas.</li> <li>• As despesas financeiras, decorrentes do elevado endividamento, contribuíram de forma significativa para o resultado negativo, representando 65,8% das receitas no trimestre.</li> <li>• A liquidez corrente passou de 0,66/1,00 em março de 1993 para 0,50/1,00 em 31/03/94.</li> <li>• No trimestre foram produzidas e vendidas duas unidades do modelo EMB 120 Brasília.</li> <li>• A Embraer foi incluída no Programa Nacional de Desestatização. O leilão, como previsto em edital, deverá ocorrer em 20.05.94.</li> <li>• O modelo EMB 120 Brasília passa por um processo de renovação tecnológica, aliando melhor desempenho a maior conforto.</li> <li>• O modelo CBA 123 VECTOR permanece aguardando decisões dos governos do Brasil e Argentina para início de sua fabricação.</li> <li>• O programa EMB 145 está em fase de projetos detalhados, já concluídas as negociações com parceiros de risco e fornecedores.</li> <li>• O projeto Tucano refere-se a desenvolvimento de aeronave especial. Foi firmado acordo com a Northrop, dos EUA, para fornecimento dessa aeronave para a marinha norte-americana.</li> <li>• Debêntures: a assembléia especial de debenturistas aprovou incorporação ao principal dos juros e prêmios vencidos, e prevê o cancelamento de 1,2 milhões de ações preferenciais resultantes de conversões de debêntures e extinção de ações judiciais relativas às mesmas.</li> </ul>
	30/6/94 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Histórico do processo de desestatização, desde o Decreto 423, de 14.01.92, e seus percalços jurídicos institucionais: as ações realizadas e aquelas em fase de negociações seriam consideradas efetivas, após o êxito do processo de desestatização.</li> <li>• Prosseguem as ações da Comissão Diretora relativas ao saneamento financeiro, reportando-se à homologação pelo Conselho de Administração, em 27/08/94, do aumento de capital, e o cancelamento de determinado número de ações preferenciais, não homologadas pelo Conselho de Administração.</li> <li>• O EMB 120 Brasília está passando por processo de atualização tecnológica, tendo como objetivo a manutenção da competitividade e de sua liderança no mercado.</li> <li>• O CBA 123 Vector aguarda definições dos governos brasileiro e argentino, para início de produção. 87,85% do dispêndio em projeto foi assumido pelo governo como amortização de operação de <i>relending</i> junto ao Banco do Brasil, como ajustes para o processo de privatização.</li> </ul>

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

continuação...

Número indicativo	Data	Informação divulgada
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• O EMB 145 está em fase de projeto detalhado e fabricação de protótipos. Estão praticamente concluídas as negociações com fornecedores e parceiros de risco, assegurando grande parte dos recursos.</li> <li>• O projeto Tucano refere-se a desenvolvimento especial de aeronave, tendo firmado acordo com a Northrop para participação de concorrência do governo norte-americano (fornecimento de aeronaves à força aérea e à marinha). Dois protótipos já estão sendo testados.</li> </ul>
	30/9/94 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A <i>performance</i> do faturamento do terceiro trimestre foi inferior ao apresentado nos trimestres anteriores.</li> <li>• Os ajustes prévios implementados, visando o saneamento financeiro da companhia para a privatização, produziram reflexos benéficos no volume das despesas financeiras.</li> <li>• O balanço contempla redução significativa do passivo com relação ao trimestre anterior, resultado de remanejamento de compromissos para longo prazo e de capitalização de parcelas de financiamentos e de debêntures.</li> <li>• O patrimônio líquido, que em 30/06/94 representava 15,9% do passivo total, representa agora 42,3% do total, aumentando a participação dos capitais próprios na companhia.</li> </ul>
	31/12/94 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Foi realizado o leilão de privatização em 07/12/94, sendo transferido para a iniciativa privada 55,4% da participação do Governo Federal. Os acionistas controladores passaram a deter 60,14% do capital votante, enquanto a União permaneceu com 26,64%.</li> <li>• O Projeto EMB 145 encontra-se na fase de montagem do primeiro protótipo, cujo vôo inaugural está previsto para o mês de junho de 1995.</li> <li>• O Projeto CBA 123 foi paralisado, com o reembolso da União (conforme informações já prestadas no relatório anterior), pois data de 27/6/94 a negociação de financiamentos.</li> <li>• O Projeto Brasília está sendo amortizado em função das unidades produzidas.</li> <li>• Projeto Tucano: desenvolvimento de versão JPATS, para o governo americano, que aguarda definição para agosto de 1995, e versão EMB 312 Tucano H para a FAB.</li> </ul>
1	17/1/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer lança novo modelo de aeronave.</li> <li>• Embraer pretende lançar avião de 50 passageiros.</li> </ul>
2	16/2/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Novo sistema evita formação de gelo no jato EMB 145 da Embraer.</li> </ul>
3	23/2/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer escolhe novo diretor presidente.</li> </ul>

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

continuação...

<b>Número indicativo</b>	<b>Data</b>	<b>Informação divulgada</b>
4	3/3/95 ②	• Embraer quer captar US\$ 150 milhões.
5	17/3/95 ②	• Sindicato alega que Embraer não cumpriu determinação da Justiça.
6	31/3/95 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O relatório dos auditores na ITR para a CVM afirma tratar-se agora de uma nova companhia, pertencente ao setor privado. Apoiada pelos novos controladores, a empresa deu início ao processo de reestruturação administrativa e operacional, visando incrementar produtividade e rentabilidade.</li> <li>• Medidas estão sendo tomadas, com negociações diretas junto aos fornecedores e ao mercado financeiro, permitindo o saneamento necessário.</li> <li>• A expectativa da direção da companhia é de que as medidas que estão sendo implementadas, aliadas à retomada do crescimento do mercado aeronáutico, sejam revertidas, a médio e a longo prazos em resultados positivos.</li> <li>• EMB 145. Informa tratar-se de um jato regional de 50 lugares, cujo protótipo encontra-se em fase de montagem, e que no mês de março foi efetuada a junção da asa com a fuselagem.</li> <li>• Em 11/4/95 a assembléia geral aprovou a emissão de ações classe B, com possibilidade de resgate dessas ações no 4º e 5º ano de emissão, com prêmio a ser definido pelo Conselho de Administração.</li> </ul>
7	5/4/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Empregados cobram dívidas da Embraer.</li> <li>• Prejuízos da Embraer.</li> </ul>
8	18/4/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Um contrato de US\$ 4 bilhões.</li> <li>• Encomendas da Embraer (notícias sobre possibilidade de venda do EMB 312 Tucano para o governo americano).</li> </ul>
9	12/6/95 13/6/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer anuncia vendas.</li> <li>• Embraer vai fornecer peças para o helicóptero da Sikorsky.</li> </ul>
10	21/6/95 23/6/95 26/6/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nuvens negras no céu da Embraer.</li> <li>• Embraer perde concorrência.</li> <li>• Derrota prejudica Embraer.</li> </ul>
11	30/6/96 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O EMB 120 Brasília passou por modificações tecnológicas incorporadas às unidades produzidas a partir de 1994.</li> <li>• EMB 145: desenvolvimento está em curso, devendo prosseguir até o primeiro semestre de 1996, quando a aeronave receberá a sua certificação. O projeto e a fabricação de ferramental estão em andamento. O <i>roll-out</i> da aeronave está confirmado para 18 de agosto próximo. A carteira de pedidos do avião conta com</li> </ul>

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

continuação...

Número indicativo	Data	Informação divulgada
		<p>13 encomendas firmes, 11 opções de compra e 127 cartas de intenção confirmados por 20 clientes de 9 países.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Está em desenvolvimento a versão EMB 312 Tucano H para a FAB. O governo norte-americano divulgou resultado desfavorável à Embraer no caso do projeto JPATS, anteriormente mencionado. Os gastos diferidos serão absorvidos por outra versão da mesma aeronave. A aeronave vencedora é um turboélice, tal como o avião brasileiro, evidenciando a vantagem desse conceito de avião para o treinamento básico militar.</li> <li>• A tendência é de que as indústrias aeronáuticas, afetadas pela recessão que teve início em 1990, voltem a crescer gradativamente com o reaquecimento de mercado.</li> <li>• A reestruturação da empresa, agora sob controle privado, resultou numa redução dos efetivos de pessoal de 5.550 empregados para 3.850 empregados (com a eliminação de 275 cargos de chefia), ao custo de US\$ 40 milhões, devendo gerar uma economia de US\$ 80 milhões anuais.</li> </ul>
12	14/7/95 27/7/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O novo avião da Embraer (sobre o EMB 145).</li> <li>• Embraer vende dez aviões para Port of Spain.</li> </ul>
13	11/8/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer dobra prejuízos.</li> </ul>
14	22/8/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inspeção especial no EMB 120 Brasília (requerida depois de acidente aéreo com vítimas fatais causado por problemas na hélice da aeronave).</li> </ul>
15	4/9/95 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer em parceria com Sikorsky (Contrato para fornecimento de peças para o helicóptero da parceira).</li> </ul>
16	30/9/95 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EMB 145: programa em curso, conforme previsão o primeiro protótipo, foi concluído e o <i>roll-on</i> se deu no dia 18 de agosto, conforme previsto.</li> <li>• Debêntures: A assembleia aprovou emissão de 20.000 debêntures, amortizáveis com variação do IGP-M, e juros de 12% a.a., prêmio pela diferença positiva da taxa Andib, com <i>spread</i> de 2% ao ano.</li> <li>• Em 27 de setembro p.p., o CA elegeu o novo diretor-presidente.</li> <li>• EMB 145: a primeira unidade da pré-série tem seu vôo inaugural previsto para novembro de 1995.</li> <li>• Em 18 de agosto p.p., a Embraer e o Ministério da Aeronáutica assinaram contrato para desenvolvimento do avião ALX, derivado do EMB 312, que incorpora avanços do projeto JPATS, com motor de 1600 HP. As primeiras entregas estão previstas para 1998.</li> <li>• Super Tucano. A Embraer foi selecionada, entre outras lidera-</li> </ul>

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

continuação...

<b>Número indicativo</b>	<b>Data</b>	<b>Informação divulgada</b>
		<p>das pela canadense Bombardier Inc., para preparar o Programa Internacional de Treinamento de Pilotos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A Embraer firmou contrato com a United Technologies Sikorsky Corporation dos EUA, para desenvolvimento e fabricação da estrutura dos tanques de combustível do helicóptero S-92. As previsões de vendas a serem realizadas pela empresa entre 1998 a 2018 são de 730 unidades.</li> </ul>
17	10/10/95 ②	• Embraer vai fornecer 25 Super Tucano para a Otan.
18	16/11/95 ②	• Recessão agrava prejuízo da Embraer.
19	31/12/95 ①	• No balanço de 31/12/95, não se divulgou informações importantes ainda não veiculadas anteriormente pelos relatórios trimestrais.
20	31/3/96 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa efetuou negociações com os sindicatos no sentido de direcionar ações com vistas a aumentar a sua competitividade. As medidas foram aprovadas por 80% dos empregados e podem resultar em uma economia de R\$ 25 milhões no exercício de 1996.</li> <li>• A receita operacional aumentou, de 1995 para 1996, em 41%, com respectivos efeitos na lucratividade e na situação financeira da empresa.</li> <li>• Em dezembro de 1995, uma aeronave Brasília foi submetida e aprovada em testes especiais de resistência a ambientes de baixa temperatura. O Federal Aviation Administration outorgou à Embraer o prêmio FAA Safety Award, entregue, em 12/3/96, no Chile.</li> <li>• EMB 145: quatro aviões (1 protótipo e 3 pré-séries) estão dando um ritmo acelerado ao processo de certificação, ocasião em que estarão entrando no mercado em condições bastante competitivas. De 10 a 12 de março, o EMB 145 participou da Fidae, onde realizou vôos técnicos para demonstração para empresas regionais como TAM, Transbrasil, Interbrasil, Varig Nordeste, Rio Sul e Penta. Em visitas à Embraer, também conheceram o modelo as empresas regionais americanas Skywest, Northwest, Mesaaba, Continental, e a empresa MNX, da Inglaterra. No mês de maio, o EMB 145 estará se apresentando no Air &amp; Sea Show, e na RAA, ambos os eventos na Flórida.</li> </ul>
21	3/4/96 ②	• Embraer tem perda de US\$ 292 milhões.
22	2/5/96 ②	• Embraer tem novo presidente do conselho deliberativo.

**Tabela 1**  
**Informações divulgadas sobre a Embraer**

final

<b>Número indicativo</b>	<b>Data</b>	<b>Informação divulgada</b>
23	10/5/96 ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Embraer vai elevar capital para reduzir endividamento.</li> <li>• Uma briga acirrada no mercado externo (as dificuldades de penetração dos produtos da Embraer no mercado externo).</li> </ul>
24	30/6/96 ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Em 1º de janeiro de 1996, foi emitida a 2ª série de debêntures, nas mesmas condições das anteriormente lançadas.</li> <li>• Em 28 de junho de 1996, 100% dos debenturistas aprovaram a prorrogação do pagamento de juros e prêmios sobre debêntures para uma única parcela no vencimento das mesmas, em 1º de janeiro de 2000.</li> <li>• Em 8 de maio de 1996, o CA deliberou sobre o aumento de capital social, com emissão de 8.771.930.000 ações, metade ordinárias e metade preferenciais, pelo valor nominal de R\$ 6,84 por lote de mil ações.</li> <li>• A partir de 13 de maio de 1996, o EMB 145 foi apresentado nos EUA para 27 altos executivos australianos e europeus, que participaram de um voo especial de demonstração. O programa durou 30 dias em território americano e foram visitadas 23 cidades. Durante o giro, mais de 1000 operadores, executivos de transporte, jornalistas e formadores de opinião participaram de 43 diferentes voos, e pelo menos três mil outras pessoas viram e visitaram a aeronave.</li> <li>• Em junho, a Embraer realizou uma série de voos para autoridades federais, especialmente do setor aeronáutico e operadores, clientes potenciais e dirigentes de empresas brasileiras. A próxima etapa de demonstrações se dará na Europa em setembro e outubro.</li> <li>• Os acionistas controladores Previ, Sistel e Bozano Simonsen concordaram em garantir a subscrição para o aumento de capital de R\$ 115 milhões, sendo em duas parcelas, a primeira de R\$ 60 milhões, já totalmente integralizada, e a segunda, de R\$ 55 milhões, a ser integralizada no terceiro trimestre de 1996.</li> </ul>

Fonte: ① Embraer – ITR; ② **Gazeta Mercantil** – Serviço de Informações.

do símbolo Á são notícias publicadas na **Gazeta Mercantil**.

Infelizmente, a visualização gráfica só é possível a partir de janeiro de 1995, pois o Terminal de Serviço da Reuters só disponibilizou os gráficos das ações da Embraer a partir dessa data. Dessa forma, o “número indicativo” da Tab. 1 passa a constar a partir de 17 de janeiro de 1995.

No mesmo período, fixando-nos nos dias de encerramento de cada trimestre, foram tomados os valores pelos quais as ações da companhia vinham sendo negociadas nas bolsas de valores; ao mesmo tempo, entre janeiro de 1995 e outubro de 1996, foram pesquisados os movimentos das ações da companhia comparativamente ao índice Bovespa.

Como os relatórios são elaborados *a posteriori*, assume-se que as informações constantes daqueles relatórios confirmavam as informações que já circulavam no mercado, conhecidas através da imprensa especializada; assim, a escolha das datas coincidentes entre a data base do relatório e o preço do dia de negociação das ações podem ser correlacionados.

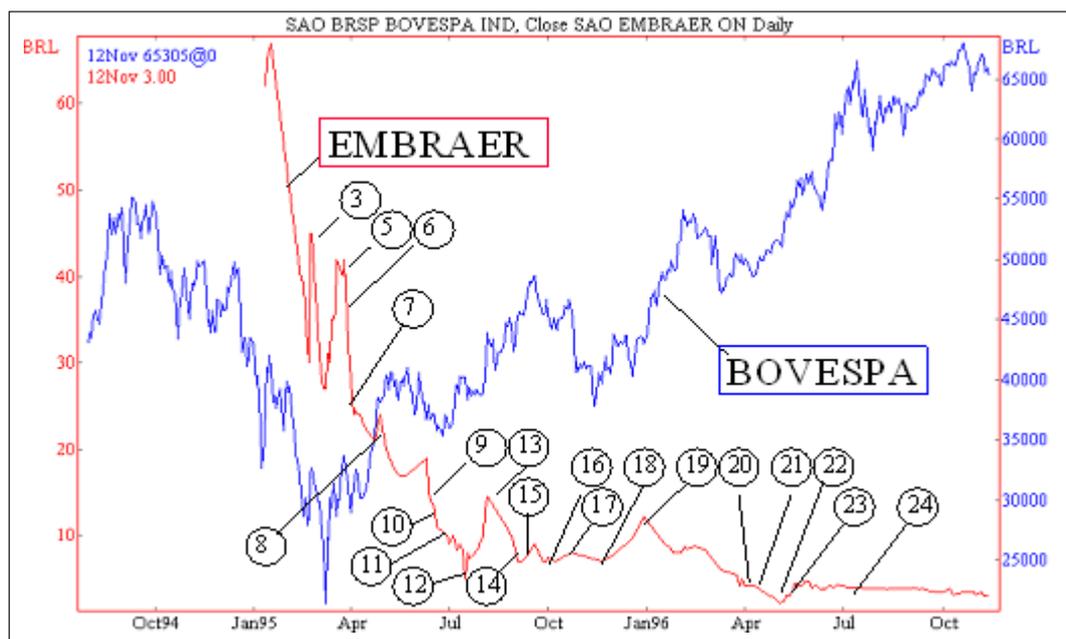
Favarin et al. (1997) elaboram diversos gráficos para a análise da empresa, com base nas demonstrações contábeis constantes do anexo 1. O primeiro, acima reproduzido, analisa a situação da aplicação dos capitais; observa-se que a empresa manteve, de forma estável, o nível de imobilização do capital em giro, na faixa de 65% a 72%, desconsiderando-se, portanto, esse provável efeito para fins de precificação das ações no mercado.

O nível de participação de capital de

terceiros no Ativo Real (grau de endividamento), na faixa de 73% a 86% no período analisado, reduziu-se significativamente no mês de setembro de 1994, passando para 58%, por força de transformação de financiamentos de recursos a longo prazo e de debêntures em capital. Contabilmente, diminui-se o nível de endividamento, aumentando o capital próprio, e, em consequência, o valor patrimonial das ações. Pode-se, entretanto, considerar que essa modificação do perfil não teve reflexos nos preços das ações, pois verifica-se, na mesma data, que o mercado estava atribuindo às ações preços menores que o seu valor patrimonial.

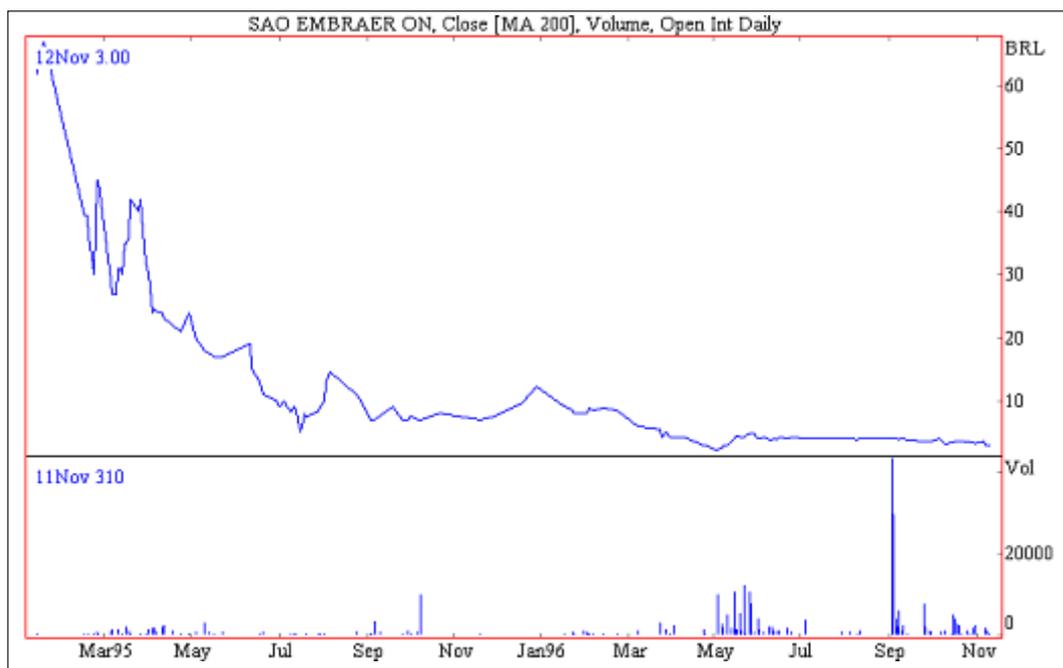
A situação financeira da empresa, sofrível no período analisado, mostra no entanto tendências de melhora: a liquidez corrente de R\$ 0,52/ R\$ 1,00 no início do período analisado passa para R\$

**Gráfico 1**  
**Preço de fechamento e volume negociado da Embraer na Bovespa**



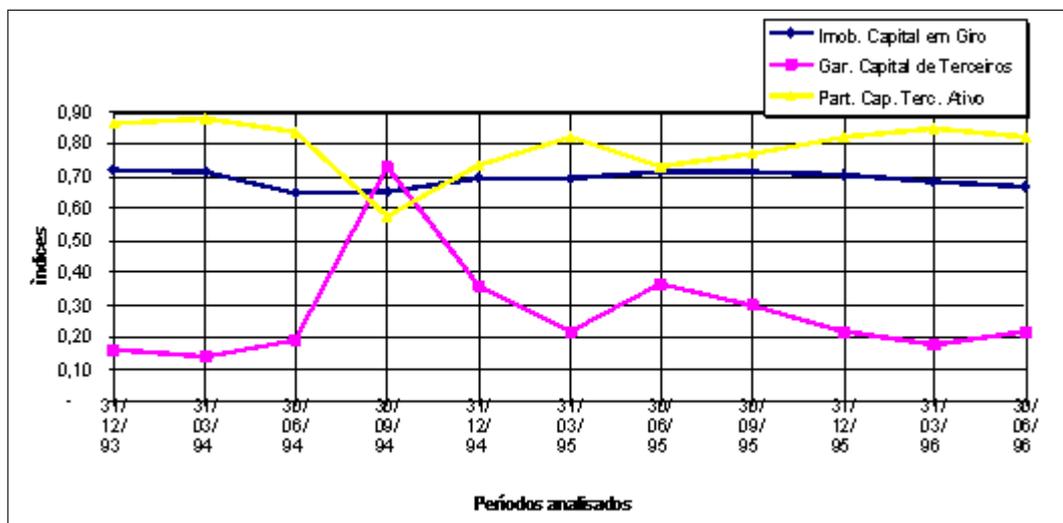
Fonte: Reuters International.

**Gráfico 2**  
**Preço de fechamento e volume negociado da Embraer na Bovespa**



Fonte: Reuters International

**Gráfico 3**  
**Análise da aplicação dos capitais**



Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela EMBRAER à CVM

0,95/R\$ 1,00 no fim do período. Comparando o gráfico dos preços de mercado das ações com o da liquidez, observa-se que o fator de liquidez não tem reflexo

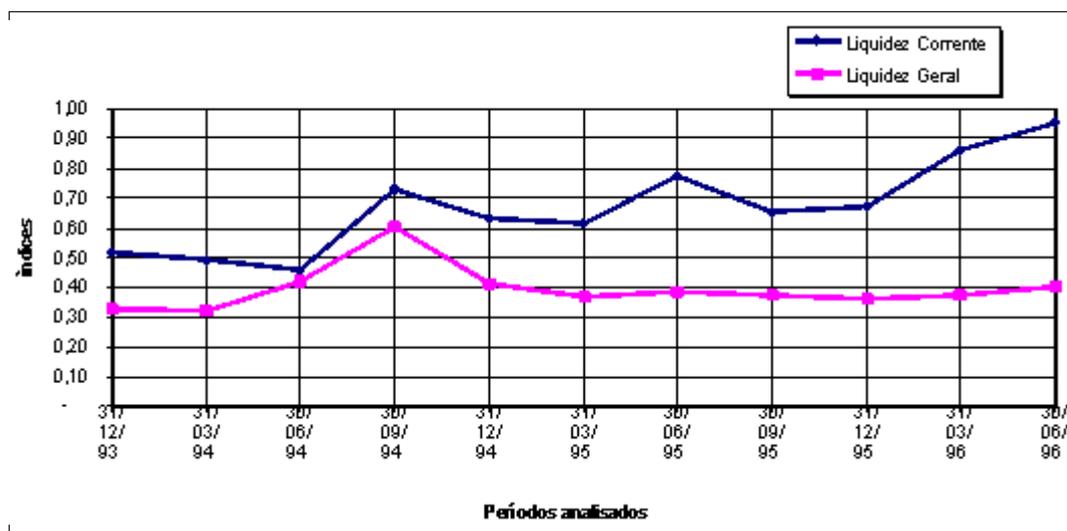
imediato nos preços das ações. Não se pode negar que os investidores estão preocupados com a geração futura de caixa; no entanto, a condição de liquidez, que

expressa uma informação de curto prazo, não parece ser relevante para afetar, sozinha, o preço das ações no mercado.

A rentabilidade do capital próprio da empresa e a sua capacidade de gerar lucros sobre vendas se apresentaram, no período analisado, em patamares próxi-

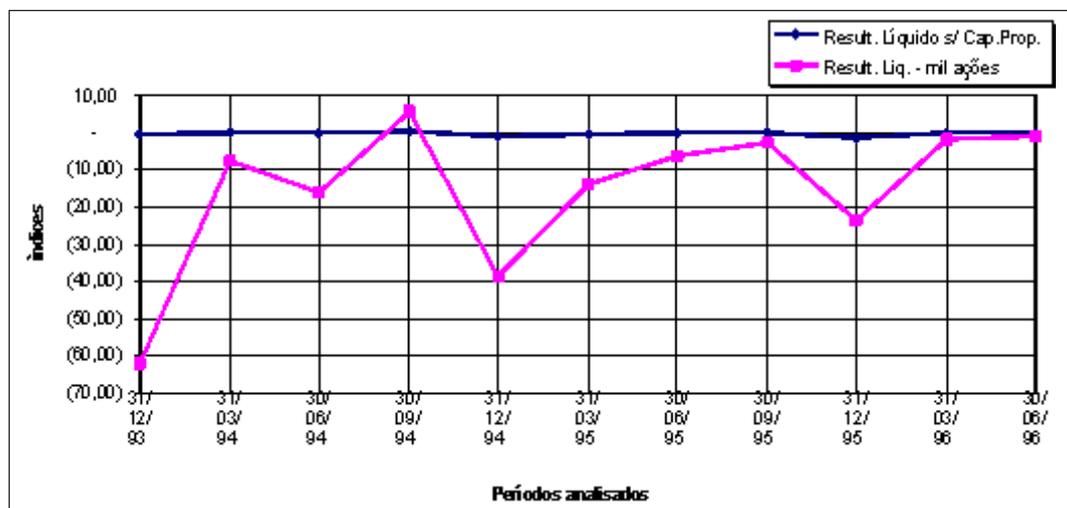
mos de zero, enquanto o resultado líquido por mil ações vai de uma perda da ordem de R\$ 62,06 em 31/12/93 para uma perda de R\$ 0,92 por mil ações em 30/6/96. Tais informações levam a verificar quais as expectativas de longo prazo que poderiam ter levado às variações

**Gráfico 4**  
**Análise da situação financeira**



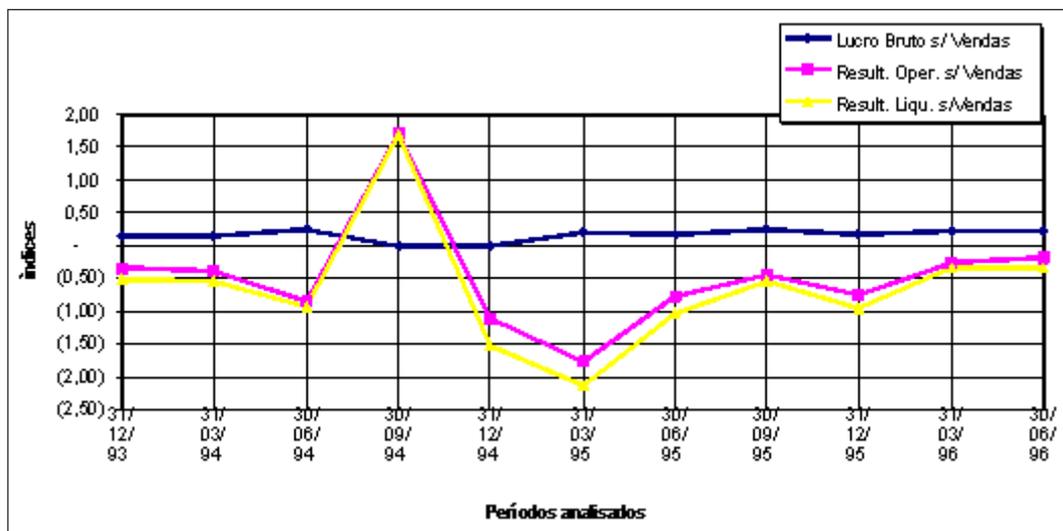
Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela Embraer à CVM

**Gráfico 5**  
**Análise da rentabilidade**



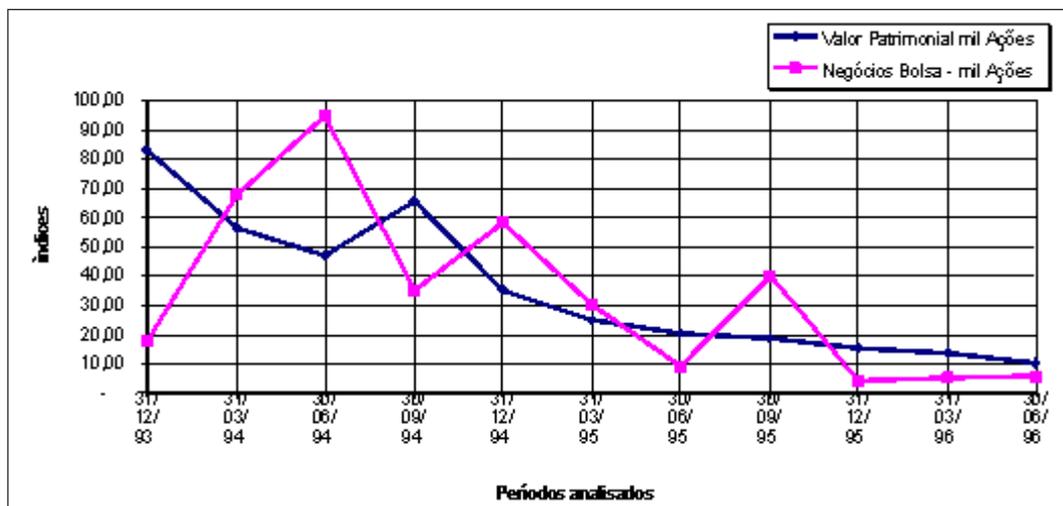
Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela Embraer à CVM

**Gráfico 6**  
**Análise da situação econômica**



Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela Embraer à CVM

**Gráfico 7**  
**Valor patrimonial x cotação média**



Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela Embraer à CVM

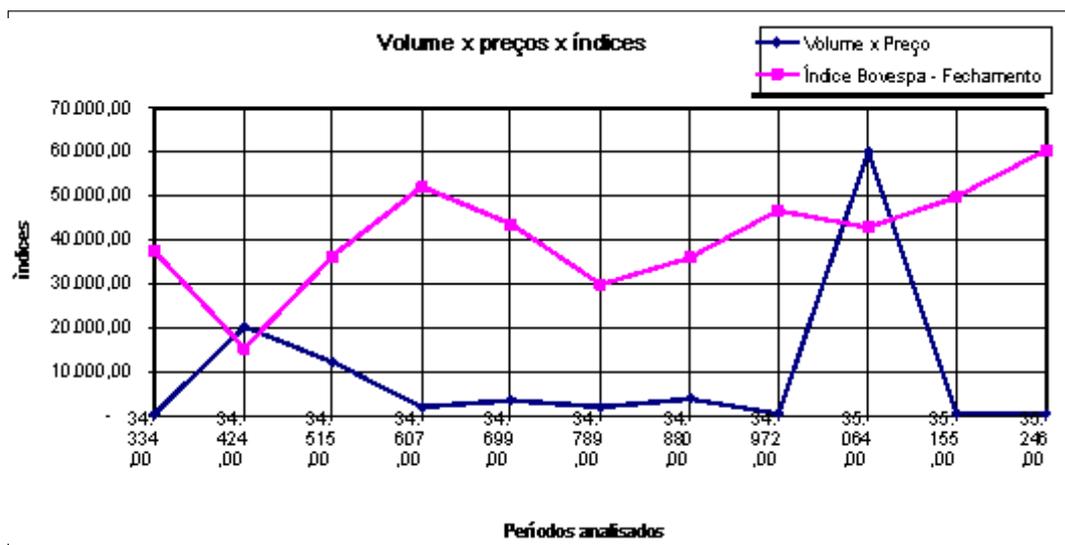
dos preços das ações no mercado e ao interesse dos investidores na companhia.

Apoiados no trabalho de Favarin et al. (1997), será procedida uma comparação do valor patrimonial das ações e a cotação média em bolsas de valores, nas datas de encerramento dos trimestres de

entrega das ITR à CVM. Simultaneamente, catalogando as notícias veiculadas pela empresa em suas ITR e as da imprensa em geral, procura-se estabelecer uma relação de causa e efeito para apoiar as conclusões sobre o case.

Em 31/12/93 o valor patrimonial do

**Gráfico 8**  
**Volume x preços negócios x índices**



Fonte: Relatórios trimestrais apresentados pela EMBRAER à CVM

lote de mil ações girava em torno de R\$ 83,11, enquanto o mesmo lote estava sendo negociado na Bolsa de Valores em torno de R\$ 17,50.

O ITR de 31/3/94, além de outras informações, confirma que a empresa fora incluída no PND (Programa Nacional de Desestatização), tendo o leilão previsto para 20/5/94. Nessa data, o valor patrimonial do lote de mil ações, da ordem de R\$ 56,63, está sendo negociado na Bolsa de Valores por R\$ 68,00. Percebe-se um aumento da demanda pela ações da companhia, motivado, do ponto de vista do presente trabalho, pela expectativa de lucros futuros com a privatização.

Verificando-se o gráfico das movimentações das ações da companhia, constata-se que, nesse dia, o índice Bovespa está em baixa, enquanto os negócios com as ações da Embraer estão em alta.

Em 30/6/94, o lote de mil ações, com valor patrimonial de R\$ 46,65, está sendo negociado a R\$ 95,00. Embora com pouco volume de negócios, haja vista uma posição de baixa diante do Índice Bovespa, o preço atribuído pode refletir as informações divulgadas na ITR:

- a) a confirmação de que seriam consideradas efetivas as ações realizadas em fase de negociações, após o processo de desestatização;
- b) sobre a Comissão Diretora, tranquilizando o mercado a respeito do saneamento financeiro;
- c) ao EMB 145, que está em fase de projeto detalhado e fabricação de protótipos, concluídas negociações com parceiros de risco;
- d) relativamente ao projeto Tucano, que firmara acordo com a Northrop para participação em concorrência para fornecimento à força aérea e marinha americanas.

Em 30/9/94, os negócios em bolsa são realizados a R\$ 35,00 o lote mil ações, enquanto elas têm um valor patrimonial de R\$ 65,00. Nenhuma notícia importante vem divulgada no ITR, exceto a notícia negativa de que o faturamento do trimestre fora inferior aos trimestres anteriores. A hipótese de eficiência mercado parece estar confirmada neste caso, levando inclusive à sobre-reação e sub-reação, pois as notícias positivas do trimestre anterior que elevaram os preços das ações acima de seu valor patrimonial, desta feita, diminuem drasticamente o seu valor abaixo do seu valor patrimonial.

Em 31/12/94, as ações passam novamente a ser negociadas acima de seu valor patrimonial. O otimismo do mercado com relação ao desempenho da companhia volta a estar presente:

- a) realiza-se o Leilão de Privatização em 07/12/94, permanecendo com a iniciativa privada 60,14% do capital votante;
- b) a ITR informa que o vôo inaugural do EMB 145 está previsto para junho de 1995;
- c) as ações de valor patrimonial de R\$ 35,06 são negociadas a R\$ 58,00 o lote de mil ações.

Em 31/3/95, o lote de mil ações, cujo valor patrimonial era de R\$ 24,84, está sendo negociado na Bolsa de Valores por R\$ 30,00. O relatório dos auditores, inserido na ITR, dá conta de que a empresa inicia um processo de reestruturação administrativa. A ITR também informa que os administradores vêm trabalhando com denodo, e que no mês de março foi efetuada a junção da asa com a fuse-

lagem do EMB 145.

Em 30/6/95, o mercado mostra sinais de insegurança com relação às atividades da empresa: o lote de mil ações, de valor patrimonial de R\$ 20,58, é negociado na Bolsa de Valores por R\$ 9,10. O ITR informa ao mercado que o *roll-on* está confirmado para 18 de agosto de 1995; no entanto, relatórios anteriores dão conta que o *roll-out* estava previsto para o mês de março de 1995. O governo norte-americano divulga resultado desfavorável à Embraer no caso do projeto JPTAS.

Em 30/9/95, o lote de mil ações, com valor patrimonial de R\$ 18,63, está sendo negociado a R\$ 40,00. Constata-se, neste caso, um volume de notícias positivas, trazidas pela ITR, que certamente influenciaram nos preços das ações, ao informar que:

- a) o *roll-out* do EMB 145 se deu no dia 18 de agosto, conforme previsto, e a primeira unidade pré série tem vôo inaugural previsto para novembro de 1995;
- b) foi assinado contrato com o Ministério da Aeronáutica para desenvolvimento do ALX;
- c) a companhia elegeu o seu novo diretor-presidente.

Em 31/12/95, o lote de mil ações, com valor patrimonial de R\$ 15,19, é negociado na Bolsa de Valores por R\$ 4,10. A ITR não traz nenhuma informação significativa ao mercado, e a **Gazeta Mercantil** publica no mês uma única notícia a respeito da empresa (ainda assim, falando do seu novo presidente, já divulgado através da ITR de setembro).

Em 31/3/96, o lote de mil ações, de valor patrimonial de R\$ 13,58 é negocia-

do na Bolsa de Valores por R\$ 5,00. O ITR informa que:

- a) a empresa realizou negociações com os sindicatos, e as medidas tomadas, aprovadas por 80% dos empregados, podem resultar numa economia anual de R\$ 25 milhões;
- b) o EMB 145, com 4 unidades, está dando ritmo acelerado ao processo de certificação. As aeronaves têm participado de inúmeras feiras e feito vôos técnicos para inúmeras empresas regionais.

Em 30/6/96, o lote de mil ações, de valor patrimonial de R\$ 10,13, é negociado na Bolsa de Valores por R\$ 5,50. A ITR informa que os debenturistas aprovaram prorrogação do pagamento dos juros e prêmios, e que o Conselho de Administração aprovou aumento de capital com emissão de ações pelo valor de R\$ 6,84 por lote de mil ações.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após analisarmos o desempenho de um período crítico vivido pela Embraer, seria curioso para o “não contador” constatar a situação atual, em que essa empresa é descrita como a “melhor empresa” do setor automotivo e “empresa do ano” pela mesma revista **Exame Melhores e Maiores** (junho, 1999). “Estas evidências levam a concluir que as informações fornecidas ao mercado através dos balanços, quer pelos relatórios contábeis propriamente ditos, ou pelas notas explicativas aos demonstrativos e relatórios da administração e dos auditores, são informações úteis aos tomadores de de-

cisões, mesmo que confirmando informações veiculadas no mercado através de outras fontes”.

Os investidores têm interesse na capacidade futura de geração de caixa da empresa e reagem positivamente às notícias que podem refletir nessa situação ao longo prazo. Como as condições econômicas e sociais mudam, e novos conhecimentos e tecnologia surgem, as demandas dos usuários por mais informação útil pode também ser esperada. Note-se, também, que eles sobre-reagem às notícias quando muito boas e sub-reagem quando ruins: por exemplo, as notícias de privatização da companhia, no caso em questão, foram prenúncios positivos ao mercado quanto à capacidade de geração de caixa futuro da empresa e, da mesma forma, as notícias de reestruturação administrativa refletiram positivamente no mercado.

Através do tempo, a contínua má distribuição do capital na economia pode levar a conseqüências econômicas maiores; entretanto, assumindo que há uma relação significativa entre a validade das informações contábeis fornecidas e a “exatidão” das decisões tomadas pelos investidores e emprestadores, é óbvio que a Contabilidade desempenha um papel vital na alocação equitativa de capital. Como Paton (1962, p. 8-9) afirmou, já em 1922, “a Contabilidade, como até agora tem contribuído para o controle efetivo do sistema de preço no seu curso da atividade econômica, contribui para a eficiência produtiva em geral, e tem um claro significado social, um valor para a comunidade industrial como um todo”.

A Hipótese do Mercado Eficiente, uti-

lizada em um exemplo prático neste artigo, estabelece que a competição por informação dirige os lucros econômicos esperados da produção e utilização da informação para zero. Mudanças nos preços das ações em um dado período estão associadas tanto com o sinal, quanto com a magnitude, de “lucros inesperados” para o período; essa evidência é consistente com a hipótese de que resultados contábeis refletem fatores que afetam o preço das ações, e esta última sugestão resulta do fato de os preços das ações serem estimativas não enviesadas do valor futuro das ações.

Dentre diversos pontos a serem melhor desenvolvidos, um atrai de imediato a esperança dos acadêmicos: a possibilidade de se determinar, através do exame do efeito dos números contábeis nos preços de títulos, a maneira mais útil para apresentar aos acionistas os resultados dos negócios da empresa. É justo dizer, após o estudo da Embraer, que altas expectativas iniciais para essa idéia foram, de certa forma, diminuídas.

Isso não significa dizer que o conhecimento de tais efeitos não sejam importantes ao definir padrões contábeis ou ao estabelecer uma política contábil para uma entidade específica. No entanto, outros fatores, tais como opinião pública e realidades políticas, devem ser considerados no estabelecimento de padrões para informações contábeis.

Vários pontos gerais neste artigo merecem ser resgatados. Destacam-se dois deles:

- a) há evidências de que o mercado reage à divulgação das informações contábeis, alavancando ou repelin-

do os negócios;

- b) apesar das dificuldades eventuais ao interpretar os resultados, o mercado parece ser capaz de interpretar adequadamente a gestão a partir dos números contábeis.

O mercado parece, paradoxalmente, ganhar sua eficiência principalmente através da oferta de informações contábeis não advindas dos relatórios contábeis. Os relatórios e outras informações publicadas (derivadas de dados contábeis) podem ser a maneira mais econômica de fornecer tais informações para os mercados de ações. No entanto, fontes alternativas existem, e o custo relativo dessas fontes deve ser considerado ao estabelecer uma política contábil para o mercado. Os analistas financeiros e gerentes de fundos institucionais e mútuos obtêm informações diretamente através de entrevistas com os executivos ou funcionários das empresas, ou mesmo aquelas divulgadas na imprensa pela alta administração.

Concluindo, os modelos contábeis sempre refletem a realidade de um momento histórico em um determinado país; em outras palavras, sendo a Contabilidade uma Ciência Social, as informações por ela fornecidas refletem as circunstâncias sociais e o respectivo momento histórico. Tentou-se, por meio de um *case*, evidenciar que “as variações no preço da ação em determinado período estão relacionadas com o indício e a magnitude dos resultados contábeis”: o mercado reage de forma rápida e inteligente às informações contábeis sobre a gestão, ainda que disponha de inúmeras outras fontes de informações que não somente

aquelas inseridas em relatórios, e fomenta ou abandona negócios, baseando-se em seus dados.

Por outro lado, informações relevantes a todos os investidores (para o estabelecimento de carteiras de títulos eficientes) “podem ser produzidas a um custo menor pela empresa” do que o custo para os investidores na obtenção de informações indiretamente ao comprá-las de corretores, analistas financeiros ou consultores de investimentos. Tais informações são produzidas e distribuídas a um custo para a empresa (e indiretamente para os acionistas e, possivelmente, para outras pessoas) e são recebidas sem custo pelo investidor (com algumas exceções, tais como bibliotecas financeiras e serviços financeiros especiais), e devem ser considerados:

- Os custos diretos de produzir e publicar as informações;
- Os custos de produzir e publicar as informações por fontes alternativas;
- Os custos de interpretar e avaliar as

informações adquiridas por investidores e outras pessoas que tomam decisões;

- Os custos obtidos por investidores, se eles mesmos tivessem que procurar as informações.

Pode-se até pensar que seria socialmente benéfico reduzir esses custos da empresa “se” as informações publicadas fossem irrelevantes, “se” elas não fossem usadas por nenhum investidor ou pelo mercado, ou “se” as informações fossem fornecidas de maneira mais oportuna e sem custo adicional por alguma outra fonte. Isso é, informações contábeis produzidas e publicadas a um custo adicional material deveriam ser eliminadas, se não for encontrado nenhum benefício para as informações ou mesmo se for assumido que não exista nenhum benefício: “este não parece, pelas evidências positivas, ser o caso, firmando, portanto, a Contabilidade como instrumento definitivo de gestão e alavancagem dos negócios”.

## ABSTRACT

**T**his paper tries to discuss, based on the “Efficient Market Hypothesis”, some positive aspects of Accounting in disclosure financial and managerial information to the stock markets.

**Keywords:** Accounting; Stock market; Efficient market hypothesis; Positive accounting theory.

## Referências bibliográficas

- BALL, R., BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**. v. 6, n. 2, Aut., 1968.
- BRASIL. **Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976.
- BRILOFF, Abraham J. **Unaccountable accounting**. New York: Harper & Row, 1972.
- CHURCHMAN, C. W. **Introdução à teoria dos sistemas**. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1972.
- EXAME MELHORES E MAIORES. Junho, 1999.
- FAVARIN, Antônio Marcos, SILVA, José Dionísio Gomes da, LEÃO, Luciano de Castro Garcia, PANHOCA, Luiz. **Resultados contábeis e preços de ações**. São Paulo: Doutorado em Contabilidade e Controladoria, USP, 1997. (Trabalho de avaliação apresentado na disciplina de Teoria Avançada da Contabilidade).
- FORTUNE, 1985, Apr. 15, p. 167.
- HENDRIKSEN, Eldon S., VAN BREDA, Michael F. **Accounting theory**. 5. ed. Chicago: Irwin, 1992.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1981.
- KAM, Vernon. **Accounting theory**. New York: Wiley, 1986.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- PATON, W. **Accounting theory**. Scholars Book Co., 1962.
- SCHIEHLL, Eduardo. O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações. **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Estado do Rio Grande do Sul**. Porto Alegre. v. 25, n. 86, jul./set., 1996.
- SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas: os métodos convencionais de análise financeira de empresas; investimento operacional em giro-IOG; fluxo de caixa (cash flow) e fluxo de recursos; a inflação e as demonstrações financeiras**. São Paulo: Atlas, 1988.
- SIMONSEN, Mário Henrique. **Teoria da concorrência perfeita**. v. 3. Rio de Janeiro: FGV 1969.
- VASCONCELLOS FILHO, Paulo, PAGNOCELLI, D. **Entre aspas**. Belo Horizonte: Vasconcellos Filho & Associados, 1988.
- WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN Jerold. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

**Anexo 1 – Balanço e demonstrativos de resultados**

		<b>EMBRARER - EMPRESA BRASILEIRA DE AERONAUTICA S.A.</b>											
		<b>Controladora</b>						<b>Correção integral na moeda do encerramento</b>					
Período de Apuração de:		01/01/93	01/01/94	01/07/94	01/01/94	01/01/95	01/07/95	01/01/95	01/04/95	01/07/95	01/01/95	01/07/95	
a:		31/12/93	31/03/94	30/06/94	31/12/94	31/03/95	30/09/95	31/12/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96	
Moeda		R\$ 12/94	R\$ 3/94	R\$ 6/94	R\$ 12/94	R\$ 3/95	R\$ 6/95	R\$ 12/95	R\$ 9/95	R\$ 3/96	R\$ 12/95	R\$ 6/96	
Ativo Circulante		367.360	284.591	296.467	327.956	277.184	252.848	266.232	283.549	326.840	367.463		
Ativa de Longo Prazo		968.248	744.568	565.294	630.636	687.336	687.362	719.453	757.359	791.598	816.598		
Ativo Patrimonial		1.340.608	1.038.910	872.501	972.195	992.303	951.651	1.006.927	1.060.592	1.134.183	1.214.807		
Passivo Circulante		712.755	574.397	646.354	448.119	383.514	451.237	326.252	405.451	422.501	379.988		
Exigível A Longo Prazo		442.356	338.112	86.932	113.073	280.754	331.782	376.839	369.340	448.745	584.982		
Result. Exercícios Futuros		1	-	-	-	1	-	-	-	1	-		
Patrimônio Líquido		185.496	126.401	139.215	411.003	238.034	168.632	286.550	232.136	189.305	169.213		
Total do Passivo		1.340.608	1.038.910	872.501	972.195	992.303	951.651	1.006.927	1.060.592	1.134.183	1.214.807		
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>													
Período Apuração de:		01/01/94	01/07/94	01/04/94	01/01/94	01/01/95	01/07/95	01/01/95	01/07/95	01/01/96	01/07/96		
a:		31/12/93	31/03/96	30/06/94	31/12/94	31/03/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96	31/03/96	31/03/96		
Moeda		R\$ 12/94	R\$ 3/94	R\$ 6/94	R\$ 12/94	R\$ 3/95	R\$ 6/95	R\$ 12/95	R\$ 3/96	R\$ 3/96	R\$ 6/96		
Receita Líquida de Vendas		266.461	31.413	51.798	21.201	170.847	44.143	79.041	70.160	300.956	74.021		
(-) Custos de Prod. Vendidos		229.658	26.681	39.139	21.311	171.173	35.270	66.249	51.890	244.888	58.029		
(=) Lucro (Prejuízo) Bruto		36.803	4.732	12.659	(310)	8.873	8.873	12.792	18.270	56.107	15.992		
(-) Despesas Operacionais		(128.758)	(16.934)	(57.012)	36.876	(189.225)	(74.092)	(48.962)	(48.962)	(286.109)	(35.819)		
(=) Resultado Operacional		(91.955)	(12.202)	(44.353)	36.566	(199.551)	(87.320)	(61.300)	(30.692)	(230.002)	(19.827)		
(+) Result. não Operacional		(46.834)	(9.227)	(3.958)	(6.483)	(6.483)	(6.483)	(6.483)	(6.483)	(6.483)	(6.483)		
(=) Prejuízo do Exercício		(138.509)	(17.328)	(48.162)	35.636	(202.039)	(94.759)	(61.139)	(37.574)	(281.072)	(26.009)		
Número de Ações/ Mil		2.231.810	2.231.810	2.984.212	6.788.708	6.788.708	12.460.009	12.460.009	12.460.009	12.460.009	21.231.939		
Prejuízo/Lucro Mil ações		(62,06)	(7,76)	(16,15)	5,66666	(38,60)	(13,96)	(6,51)	(3,02)	(23,42)	(2,09)		

## Anexo 2 – Análise do balanço

ANÁLISES DO BALANÇO										
<b>1 - Análise de Aplicação dos Capitais</b>										
	31/12/93	31/03/94	30/06/94	30/09/94	31/12/94	31/03/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96
Imob. Capital em Giro	0,72	0,72	0,65	0,65	0,70	0,70	0,72	0,71	0,70	0,68
Gar. Capital de Terceiros	0,16	0,14	0,19	0,73	0,36	0,22	0,36	0,30	0,22	0,18
Part. Cap. - Terce. Ativo	0,86	0,88	0,84	0,58	0,74	0,82	0,73	0,77	0,82	0,85
<b>2 - Análise de Situação Financeira</b>										
	31/12/93	31/03/94	30/06/94	30/09/94	31/12/94	31/03/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96
Liquidez Corrente	0,52	0,50	0,46	0,73	0,63	0,61	0,78	0,66	0,67	0,86
Liquidez Geral	0,33	0,32	0,42	0,60	0,41	0,37	0,39	0,37	0,36	0,37
<b>3 - Anál. Sit. Econômica</b>										
	31/12/93	31/03/94	30/06/94	30/09/94	31/12/94	31/03/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96
Lucro Bruto s/ Vendas	0,14	0,15	0,24	(0,01)	(0,00)	0,20	0,16	0,26	0,19	0,22
Result. Oper. s/ Vendas	(0,35)	(0,39)	(0,86)	1,72	(1,11)	(1,77)	(0,78)	(0,44)	(0,76)	(0,27)
Result. Lqu. s/ Vendas	(0,52)	(0,55)	(0,93)	1,68	(1,53)	(2,15)	(1,03)	(0,54)	(0,97)	(0,33)
<b>4 - Análise da Rentabilidade</b>										
	31/12/93	31/03/94	30/06/94	30/09/94	31/12/94	31/03/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96
Result. Líquido s/ Cap. Prop...	(0,75)	(0,14)	(0,35)	0,09	(1,10)	(0,56)	(0,32)	(0,16)	(1,54)	(0,09)
Result. Líq. - mil ações	(62,06)	(7,76)	(16,15)	5,67	(38,60)	(13,96)	(6,51)	(3,02)	(23,42)	(2,09)
<b>5 - Análises Gerais</b>										
	31/12/93	31/03/94	30/06/94	30/09/94	31/12/94	31/03/95	30/06/95	30/09/95	31/12/95	31/03/96
Valor Patrimonial mil Ações	83,11	56,64	48,65	65,36	35,06	24,84	20,59	18,63	15,19	13,58
Negócios Bolsa - mil Ações	17,50	68,00	95,00	35,00	58,00	30,00	9,10	40,00	4,10	5,00
Volume x Preço	34,334,00	34,424,00	34,515,00	34,607,00	34,699,00	34,789,00	34,880,00	34,972,00	35,064,00	35,155,00
Índice Bovespa - Fecham/fo	525,00	20,400,00	12,350,00	1,750,00	3,480,00	2,100,00	3,840,00	400,00	59,983,00	500,00
Volume Negociados	37,545	15,155	36,231	52,175	43,539	29,789	36,033	46,701	42,990	49,549
	30,000	300,000	130,000	50,000	60,000	70,000	400,000	10,000	14,630,000	100,000