

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

HELOISA ARAUJO BENEZATH

**COMPARAÇÃO DA RENTABILIDADE DE
EMPRESAS EXPORTADORAS X NÃO EXPORTADORAS**

VITÓRIA

2008

HELOISA ARAUJO BENEZATH

**COMPARAÇÃO DA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS
EXPORTADORAS X NÃO EXPORTADORAS**

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.
Área de concentração: Administração Estratégica.

Orientador: Prof. Dr. Arilton Carlos C. Teixeira.

VITÓRIA

2008

“Viva como se fosses morrer amanhã.
Aprenda como se fosses viver para sempre.”
Mahatma Gandhi

AGRADECIMENTOS

Uma dissertação não se constrói em pouco tempo nem por uma única pessoa. Gostaria de agradecer a todos que foram importantes para a conclusão dessa jornada.

Primeiramente, agradeço ao orientador Prof. Dr. Arilton Carlos Campagnaro Teixeira pela atenção e pela ajuda na escolha do tema e na elaboração deste trabalho.

Aos professores Marcelo Sanches Pagliarussi e Bruno Funchal, pelas valiosas sugestões feitas durante a fase de qualificação.

A todos professores que já tive, em especial à equipe da FUCAPE, por terem contribuído para a minha formação e amadurecimento.

Aos colegas de turma, pelo convívio e pelas discussões enriquecedoras ao longo do curso, e de forma especial, a Micheline Storck e Sérgio Padilha pela amizade.

Aos funcionários da Biblioteca e à equipe da Secretaria da FUCAPE pelo apoio.

Ao Banco do Brasil, empresa onde trabalho, por ter proporcionado condições para que eu participasse do Mestrado.

Em especial, aos meus pais, Carlos e Arlete (*in memoriam*), pelo esforço que fizeram para que eu chegasse até aqui e por terem me ensinado a importância do conhecimento, a minha tia Áurea pelo apoio incondicional, ao meu marido Afonso pelo incentivo, compreensão e ajuda em todos os momentos e à família Brambate Carvalhinho que sempre me acolheu como filha.

Aos meus amigos queridos, obrigada pela torcida.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo investigar se a rentabilidade das empresas exportadoras é maior do que a rentabilidade das empresas não exportadoras, buscando contribuir para ampliar o conhecimento das razões que levam uma empresa a direcionar seus negócios para o mercado externo. Foram analisadas 40 empresas, exportadoras e não exportadoras, durante o período de 1995 a 2005. O método estatístico utilizado foi análise de regressão com dados em painel. A variável dependente - rentabilidade - foi modelada como função de ciclo econômico, taxa de câmbio, variação de preços de *commodities*, choques econômicos e tamanho das empresas. Não foram encontradas evidências de que as empresas exportadoras são mais rentáveis do que as não exportadoras. Os resultados indicaram que ciclo econômico, taxa de câmbio e choques econômicos podem impactar a rentabilidade das empresas, na amostra analisada. No modelo no qual foram capturadas as características individuais de cada firma, a variável tamanho foi considerada estatisticamente significativa, sugerindo que grandes empresas tendem a ser mais lucrativas.

PALAVRAS-CHAVE: Rentabilidade; Empresas Exportadoras.

ABSTRACT

This work aims to investigate whether the profitability of the exporting firms is greater than the profitability of the non-exporting firms. It searches for widening the comprehension of the reasons that motivate the firms to forward business to foreign market. It were analyzed 40 firms, exporters and non-exporters, from 1995 to 2005. The statistical method applied was regression analysis with panel data. The dependent variable – profitability - was modeled as a function of economic cycles, exchange rate, variation of commodities price, economic shocks and firm size. It were not found evidences that exporters are more profitable than non-exporters. The results indicated that economic cycles, exchange rate and economic shocks can exert influence on profitability, in the analyzed sample. In the model which the individual characteristics of the firms were regarded, the variable firm size was considered statistically significant. It suggests that larger firms tend to be more profitable.

KEY-WORDS: Profitability; Exporting Firms.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – VARIÁVEIS	17
TABELA 2 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE	21
TABELA 3 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA	21
TABELA 4 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE – EFEITOS FIXOS	23
TABELA 5 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA – EFEITOS FIXOS	24
TABELA 6 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROE – EFEITOS ALEATÓRIOS.....	25
TABELA 7 – VARIÁVEL DEPENDENTE ROA – EFEITOS ALEATÓRIOS.....	25

LISTA DE SIGLAS

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

C –BOND – *Capitalization Bond*

FMI – Fundo Monetário Internacional

INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IPA – Índice de Preços por Atacado

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado

LN – Logaritmo Natural

PIB – Produto Interno Bruto

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	9
2.	REVISÃO DA LITERATURA	12
3.	DADOS UTILIZADOS E METODOLOGIA.....	16
3.1	BASE DE DADOS	18
3.2	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	20
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	21
5.	CONCLUSÃO	27
	REFERÊNCIAS.....	28
	APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EMPRESAS EXPORTADORAS	31
	APÊNDICE B – RELAÇÃO DE EMPRESAS NÃO EXPORTADORAS	32
	APÊNDICE C – BASE DE DADOS.....	33

1. INTRODUÇÃO

O Brasil exportou em 2005 aproximadamente US\$ 120 bilhões, segundo dados do Anuário Comércio Exterior (2006, p.26), uma cifra considerável quando analisada isoladamente. Entretanto, em termos globais, o Brasil representa apenas cerca de 1% do comércio mundial, patamar onde encontra-se estacionado há aproximadamente 40 anos. Nos anos 50, o País tinha 2% de participação no mercado mundial. Em termos comparativos, pode-se analisar o exemplo da China que se igualava ao Brasil na década de 80 com 1% do comércio mundial, e hoje participa com cerca de 6%.

Dados publicados em jornais e revistas da área econômica sugerem que exportar é tarefa para grandes empresas. Em 2006, as 250 maiores exportadoras brasileiras eram responsáveis por cerca de 75% das vendas, sendo que apenas 11 empresas exportavam mais de US\$ 1 bilhão por ano. As pequenas empresas exportavam, em média, US\$ 60 mil anuais (ANUÁRIO, 2006). Nos Estados Unidos da América, em 2000, as 10% maiores empresas exportadoras eram responsáveis por 96% do total das exportações americanas (BERNARD et al., 2007).

Exportação ainda é considerada uma atividade rara no meio empresarial. De 5,5 milhões de firmas americanas em atividade no ano 2000 nos EUA, apenas 4% eram exportadoras (BERNARD et al., 2007). Na França, em meados da década de 80, somente 17,4% das empresas da indústria manufatureira exportavam e as exportações representavam 21,6% de sua produção (EATON; KORTUM; KRAMARZ, 2004). No Brasil, no final da década de 90, as exportadoras representavam cerca de 21,3% das empresas da indústria manufatureira e suas

exportações correspondiam a aproximadamente 16,2% do total da sua produção (GOMES; ELLERY JUNIOR, 2007).

As características predominantes das empresas com atuação no mercado internacional têm sido amplamente estudadas ao longo dos últimos anos. Pesquisas recentes mostraram que as empresas exportadoras são maiores (GOMES e ELLERY JUNIOR, 2007; TYBOUT, 2003) e mais produtivas (BERNARD et al., 2007; HELPMAN, MELITZ e YEAPLE, 2004; MELITZ, 2003; TYBOUT, 2003; BERNARD et al., 2003; BERNARD e JENSEN, 2001) do que as firmas que atuam apenas no mercado interno.

Diversos estudos têm sido realizados para identificar os fatores que influenciam no processo decisório de exportação. Dentre os motivos associados à decisão de exportar estão: percepção da atividade exportadora como meio de proporcionar aumento de lucratividade (SIMPSON; KUJAWA, 1974), saturação do mercado interno (PAVORD; BOGART, apud BILKEY, 1978), aquisição de vantagem competitiva (TESAR, apud BILKEY, 1978) e grau de orientação internacional da firma (WIEDERSHEIM-PAUL; OLSON; WELCH, 1978).

Bernard, Jensen e Lawrence (1995) destacaram diferenças significativas entre empresas exportadoras e não exportadoras nos EUA, como maior tamanho, maior número de empregados, salários mais altos e maior produtividade.

Apesar da extensa literatura sobre o assunto, não foi localizado estudo relacionando rentabilidade à atividade exportadora. Diante dessa lacuna, propõe-se a seguinte questão de pesquisa: como se comporta a rentabilidade das empresas exportadoras em comparação com as não exportadoras?

O objetivo deste trabalho é investigar, empiricamente, se as empresas exportadoras apresentam maior rentabilidade do que as não exportadoras, buscando contribuir para ampliar o conhecimento das razões que levam uma empresa a direcionar seus negócios para o mercado externo.

Foram coletados dados anuais de 40 empresas, exportadoras e não exportadoras, citadas na edição Maiores e Melhores da revista Exame (2006) e listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. As empresas exportadoras estão incluídas no Anuário de Comércio Exterior 2005-2006. O período de abrangência da pesquisa é de 1995 a 2005. Os dados, organizados em painel, foram analisados por meio de regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários. A variável dependente escolhida foi rentabilidade e as variáveis independentes selecionadas foram: Produto Interno Bruto (PIB) per capita, como *proxy* para ciclo econômico; risco Brasil, utilizado para controlar choques econômicos, taxa de câmbio real, índice de preços internacionais de *commodities*, utilizado em razão da elevada participação de *commodities* na pauta de exportações brasileiras e tamanho das empresas.

Este estudo está estruturado em 5 capítulos. A introdução compõe o primeiro capítulo. No segundo é apresentada a revisão da literatura, destacando pesquisas recentes sobre a produtividade como fator de diferenciação das empresas exportadoras, características principais dessas empresas e motivação para atuação no mercado internacional. O terceiro capítulo apresenta a metodologia utilizada e a base de dados. No quarto capítulo são apresentados os resultados da aplicação do método estatístico. O trabalho encerra-se no quinto capítulo com a conclusão.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Historicamente, a expansão internacional tem sido considerada estratégica pelas empresas em busca de novos mercados, maior competitividade e aumento do volume de vendas.

McCarthy e Perreault (1997), Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) consideraram como uma das principais razões para a implementação de uma estratégia internacional, as novas oportunidades potenciais que surgem com a entrada no mercado externo e que resultam em ganhos de escala e aumento de competitividade.

De acordo com o modelo da Escola de Uppsala¹, ou Escola Nórdica, as firmas iniciam o processo de internacionalização gradualmente. Primeiro, começam exportando via agente, depois estabelecem uma subsidiária externa de vendas e por último, em alguns casos, iniciam a produção de bens no país de destino. A atividade exportadora é um meio de reduzir custos de desenvolvimento de mercado porque contribui para determinar a natureza e o tamanho do mercado consumidor (JOHANSON; VAHLNE, (1977).

Helpman, Melitz e Yeaple (2004), Melitz (2003), Bernard et al. (2003) e Bernard e Jensen (2001), realizaram estudos sobre os efeitos da heterogeneidade das firmas na decisão de atender mercados externos. Considerando que as empresas diferem em produtividade, os resultados mostraram que apenas as mais produtivas se envolvem em atividades externas, ao passo que as menos produtivas

¹ Escola clássica nos estudos sobre o processo de internacionalização das empresas.

optam por atender somente o mercado doméstico. Dentre as empresas que atendem o mercado externo, as que têm maior produtividade investem em FDI² e as firmas que têm menor produtividade apenas exportam (HELPMAN; MELITZ; YEAPLE, 2004).

Entretanto, a maioria dos estudos realizados encontrou pouca ou nenhuma evidência de aumento da produtividade decorrente da atividade exportadora. Verificou-se que a produtividade como vantagem funciona como auto-seleção das empresas. As exportadoras são mais produtivas do que as não exportadoras, não como resultado da atividade externa, mas porque apenas as firmas que apresentam maior produtividade suportam os custos de entrada em mercados externos (BERNARD et al., 2007). Das, Roberts e Tybout (2007) acrescentaram às observações de Bernard et al., que a inserção no mercado internacional requer estabelecimento de canais de distribuição, conhecimento dos procedimentos burocráticos, desenvolvimento de novas embalagens e criação de novos produtos. A presença desses custos de entrada e as expectativas sobre as futuras condições do mercado podem desencorajar o ingresso da firma no mercado internacional (DAS; ROBERTS; TYBOUT, 2007).

Gomes e Ellery Junior (2007) replicaram no Brasil a pesquisa que Eaton, Kortum e Kramarz (2004) realizaram na indústria francesa. Verificaram que a produtividade média das empresas brasileiras que exportam é aproximadamente 60% maior quando comparada com as firmas que não exportam. Em relação ao porte, foi detectado que as exportadoras brasileiras são cerca de 6 vezes maiores do que as empresas que atendem apenas o mercado doméstico.

² *Foreign Direct Investment* – Investimento Externo Direto (tradução livre): investimentos realizados na produção de bens em países estrangeiros destinados a atender o mercado externo.

Em trabalho anterior, realizado no período de 1978 a 1984, Christensen, Rocha e Gertner (1987) obtiveram resultados semelhantes em análise de 152 firmas brasileiras. O estudo revelou que as 91 empresas que continuaram como exportadoras em 1984 eram, em média, 4 vezes maiores em termos de vendas em 1978, do que as 61 empresas que encerraram suas atividades externas durante o período analisado. Comparando com o estudo sobre produtividade relatado por Bernard et al. (2007), cabe notar que tamanho de firma também pode funcionar como auto-seleção das empresas.

Entretanto, Clerides e Tybout (1998), em pesquisa com exportadoras na Colômbia e Marrocos, não encontraram evidências que confirmassem uma relação de causalidade entre a atividade exportadora e eficiência, embora tenham verificado que as firmas que encerraram suas atividades externas eram tipicamente menos eficientes.

No México, Aitken, Hanson e Harrison (1994) observaram que a localização próxima a uma multinacional exportadora aumenta a probabilidade de exportação para uma firma individualmente. As empresas que desejam iniciar-se no mercado externo devem se localizar em áreas que tenham concentração de multinacionais exportadoras. Se os custos de entrada no mercado externo são significativos, a proximidade de outros exportadores pode reduzir esses custos. No entanto, essa observação não se confirmou no caso de empresas exportadoras domésticas e não multinacionais.

Na Colômbia verificou-se que os custos de produção se tornaram menores em regiões onde houve incremento da atividade exportadora, mesmo que os exportadores individualmente não desfrutassem de nenhuma vantagem especial. A

presença de outros exportadores pode facilitar a entrada no mercado externo de firmas voltadas para o mercado doméstico (CLERIDES; TYBOUT, 1998).

Em 1978, Bilkey realizou uma pesquisa bibliográfica sobre comportamento exportador. Analisou 43 trabalhos envolvendo 11 países. Dos estudos examinados, 7 relacionaram o início da atividade exportadora ao recebimento de pedido inesperado de comprador estrangeiro. Em dois trabalhos britânicos analisados, verificou-se que a rentabilidade no curto prazo não se caracterizou como fator de influência na decisão de exportar e sim no longo prazo em decorrência da diversificação dos mercados e do crescimento das empresas (HUNT, FROGATT, HOVEL; COOPER, HARTLEY; HARVEY, apud BILKEY, 1978).

Outro motivo associado a decisão de exportar, é evitar perdas decorrentes da saturação do mercado doméstico e consequente declínio das vendas internas (PAVORD; BOGART, apud BILKEY, 1978).

Em outra abordagem, Simpson e Kujawa (1974), também citados por Bilkey (1978), relataram em seu trabalho com 120 empresas americanas (50 exportadoras e 70 não exportadoras), que as exportadoras têm uma percepção de maior lucratividade e de menor risco do que as não exportadoras.

A comparação da lucratividade entre empresas exportadoras e não exportadoras proposta neste trabalho objetiva analisar se o ingresso no mercado externo proporciona aumento da rentabilidade dessas empresas em relação às que optam pela concentração de negócios no mercado doméstico.

3. DADOS UTILIZADOS E METODOLOGIA

Foram coletados dados de 40 empresas, para o período compreendido entre os anos de 1995 e 2005. As firmas selecionadas, exportadoras e não exportadoras, foram citadas na edição Maiores e Melhores da revista Exame no ano de 2006 e listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA .

A escolha do período 1995-2005 para a pesquisa considerou a estabilização da economia brasileira após a implantação do Plano Real em 1994. Houve ainda, uma subdivisão do período: 1995-1998, quando a taxa de câmbio era fixa e 1999-2005, quando o regime de câmbio flutuante passou a ser adotado.

A análise dos dados foi do tipo longitudinal a fim de permitir a verificação do comportamento da rentabilidade das empresas ao longo do período analisado. Os dados, organizados em painel, com periodicidade anual, foram analisados por meio de regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

A variável dependente utilizada foi rentabilidade. Foram escolhidos dois indicadores financeiros como *proxies*: *Return on Equity*³ (ROE) e *Return on Assets*⁴ (ROA). Os dados relativos ao ROE foram obtidos a partir da relação entre lucro líquido e patrimônio líquido, e os dados referentes ao ROA referem-se a relação entre lucro líquido e ativos totais.

As variáveis independentes escolhidas foram: PIB per capita, risco Brasil, taxa de câmbio real, índice de preços internacionais de *commodities* e tamanho das empresas, cujos indicadores são ativos totais (quando a variável dependente for

³ Tradução livre: Retorno sobre Patrimônio Líquido.

⁴ Tradução livre: Retorno sobre Ativos.

ROE) e patrimônio líquido (quando a variável dependente for ROA), conforme descrito na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis

Dependente	Rentabilidade	
	ROE	ROA
Independentes	PIB per Capita	PIB per Capita
	Índice de Preços <i>Commodities</i> x D1	Índice de Preços <i>Commodities</i> x D1
	Risco Brasil	Risco Brasil
	Ativos Totais	Patrimônio Líquido
	Taxa de Câmbio	Taxa de Câmbio
	Taxa de Câmbio x D1	Taxa de Câmbio x D1
	D1	D1
	D2	D2

Notas: ROE: Retorno sobre Patrimônio Líquido

ROA: Retorno sobre Ativos

D1: exportadoras = 1
não exportadoras = 0

D2: 1995 a 1998 = 0
1999 a 2005 = 1

Fonte: elaborada pela autora

Foram incluídas duas *dummies*: uma para indicar as empresas exportadoras e não exportadoras (D1) e outra para indicar o período de taxa de câmbio fixa e o de taxa flutuante (D2).

Considerando as variáveis macroeconômicas selecionadas, espera-se que o PIB per capita, escolhido como *proxy* para ciclo econômico, influencie positivamente na rentabilidade das empresas. Um acréscimo no PIB pode significar um aumento da renda e do consumo.

Risco Brasil, considerado um indicador do nível de confiança do mercado na economia brasileira, foi selecionada para controlar choques econômicos. Uma queda na taxa de risco Brasil pode indicar um aumento no nível de investimento no

mercado brasileiro. É esperada uma relação negativa entre a variável e a rentabilidade das firmas.

Em relação à taxa de câmbio, uma apreciação do Real frente ao Dólar pode levar a uma redução do faturamento das empresas que têm grande parcela de suas vendas direcionadas para o mercado externo. A variável foi considerada de forma isolada e foi multiplicada pela *dummy* D1 considerando seu impacto diferenciado na rentabilidade das empresas exportadoras e não exportadoras. É esperada uma relação positiva com as empresas exportadoras.

Índice de preços internacionais de *commodities* foi incluído na análise dada a elevada representatividade das *commodities* na pauta das exportações brasileiras. A variável foi multiplicada pela *dummy* D1 devido a sua influência na rentabilidade das firmas exportadoras. Espera-se uma relação positiva com a rentabilidade das empresas voltadas para o mercado externo.

Ao analisar a relação entre tamanho de firma e rentabilidade das exportadoras, espera-se uma relação positiva em linha com os estudos realizados por Gomes e Ellery Junior (2007), Tybout (2003), Bernard, Jensen e Lawrence (1995), e Christensen, Rocha e Gertner (1987).

3.1 BASE DE DADOS

No banco de dados do IPEADATA (2007) foram coletadas as séries históricas: Produto Interno Bruto (PIB) per capita, taxa de câmbio efetiva real, índice de preços internacionais de *commodities* e risco Brasil. Na base de dados da

Economática⁵ foram coletadas as informações relativas ao ROE, ROA, ativos totais e patrimônio líquido das empresas. Foram consideradas as informações do balanço não consolidado das empresas selecionadas.

A série referente ao PIB per capita foi estimada considerando o PIB nominal e a população residente em primeiro de julho de cada ano (IPEADATA, 2007).

A taxa de câmbio efetiva real foi calculada a partir da média ponderada do índice de paridade do poder de compra dos 16 maiores parceiros comerciais do Brasil em 2001. A paridade do poder de compra foi definida pelo quociente entre a taxa de câmbio nominal e a relação entre Índice de Preço por Atacado (IPA) do país em questão e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC/IBGE) do Brasil (IPEADATA, 2007).

O índice de preços internacionais de *commodities* corresponde aos preços de diversas *commodities* divulgados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) ponderados pelo IPA (IPEA, 2005).

A série risco Brasil foi obtida a partir dos dados do principal título da dívida externa brasileira - C-Bond⁶ – negociado no mercado internacional. Os dados apresentados são referentes aos meses de dezembro do período pesquisado. Sua cotação é em pontos-base acima do título do Tesouro Americano. É considerado uma medida do grau de confiança dos investidores na economia do país (IPEADATA, 2007).

⁵ Banco de dados com informações financeiras de empresas de vários países.

⁶ *Capitalization Bond*

Os dados expressos em moeda corrente, PIB per capita, ativos totais, e patrimônio líquido, foram deflacionados a preços de 2005 pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA (anual), coletados no site do IPEADATA (2007). O deflacionamento foi utilizado para permitir a comparação de períodos distintos, por meio do expurgo do efeito inflacionário dos valores monetários.

Aplicou-se logaritmo natural (LN) nas séries PIB per capita, índice de preços de *commodities*, ativos totais e patrimônio líquido, para correção da não linearidade dos dados.

3.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Este trabalho apresenta limitação quanto à ausência de teoria para sustentar a proposta de pesquisa. Diversos estudos analisaram o perfil das firmas exportadoras e os motivos que direcionaram essas empresas para o comércio internacional, porém não foram localizados estudos que sustentem a hipótese de que as empresas exportadoras são mais rentáveis do que as não exportadoras.

Outra questão é o universo da pesquisa e o período de abrangência. O universo está restrito às empresas citadas na revista Exame Maiores e Melhores (2006) e abrange o período de 1995 a 2005.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

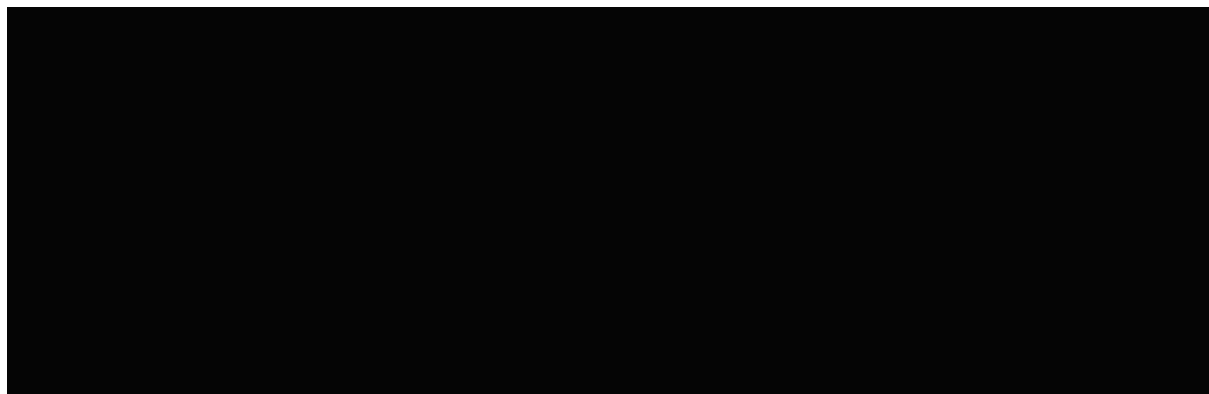
A estimação de modelos de regressão com dados em painel depende das premissas estabelecidas acerca do intercepto e dos coeficientes (GUJARATI, 2006, p. 516). Os resultados apresentados nas Tabelas 2 e 3 assumem que todos os coeficientes são constantes ao longo do tempo e entre as empresas. O valor do intercepto é o mesmo para as 40 empresas.

Tabela 2 – Variável dependente ROE

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Valor <i>p</i>
Intercepto	-207.8796	61.85644	-3.360678	0.0008
Ativos Totais	0.746633	0.648700	1.150968	0.2504
PIB per capita	93.79844	26.85136	3.493247	0.0005*
Taxa de Câmbio	-0.083728	0.132514	-0.631844	0.5278
Taxa de Câmbio x D 1	0.195848	0.089973	2.176754	0.0300**
Índice Preços <i>Commodities</i> x D1	-6.627574	10.73585	-0.617331	0.5373
Risco Brasil	-0.009865	0.005453	-1.809221	0.0711***
D1	14.21917	44.74582	0.317777	0.7508
D2	0.303436	5.878693	0.051616	0.9589

Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
 Total de 440 observações
 Fonte: elaborada pela autora

Tabela 3 – Variável dependente ROA



Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
 Total de 440 observações
 Fonte: elaborada pela autora

Os resultados apurados nas Tabelas 2 e 3 apontaram evidências que PIB per capita, taxa de câmbio e risco Brasil são estatisticamente significantes. Observou-se que ciclo econômico apresentou uma relação positiva com rentabilidade em linha com a expectativa de que em períodos de crescimento econômico as empresas sejam mais rentáveis.

No caso da taxa de câmbio, há indícios de que a apreciação do Real frente ao Dólar impacta negativamente a rentabilidade, sendo que o efeito é maior no caso das exportadoras.

Entretanto, ao analisar a *dummy* D1, observa-se que não há indicação de significância estatística. Pode-se inferir que não há evidências de que as empresas exportadoras são mais rentáveis do que as não exportadoras.

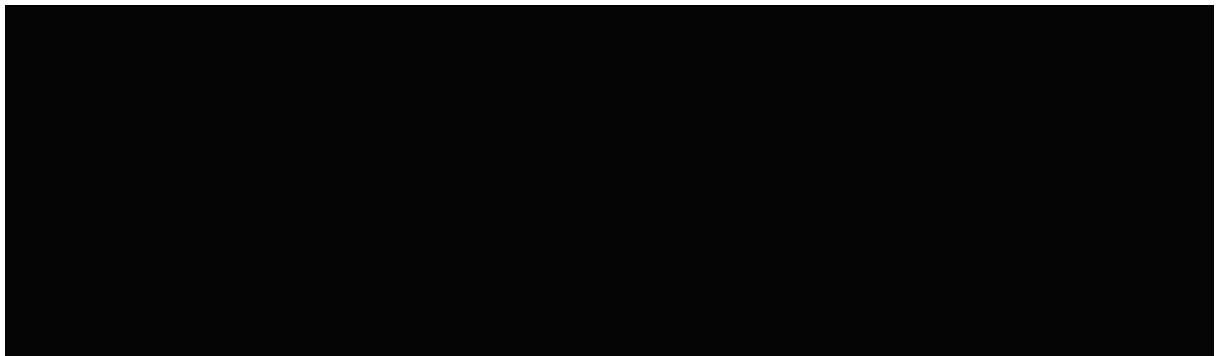
Considerando a variável risco Brasil, houve divergência nos resultados se comparadas as Tabelas 2 e 3. Quando utilizou-se ROE como variável dependente (Tabela 2), a variável apresentou o sinal negativo esperado significando que uma menor taxa de risco Brasil sinaliza um aumento da credibilidade do país frente aos investidores, impactando positivamente a rentabilidade das empresas. Todavia, quando considerou-se ROA como variável dependente, não houve indício de significância da mesma variável. Considerando que ROE e ROA são indicadores financeiros que representam rentabilidade, esperava-se resultados similares. Não foi investigada a razão de tal divergência.

Os coeficientes estimados indicam a margem de contribuição da variável independente à variável dependente *coeteris paribus*. Cada incremento de 1 ponto percentual no PIB per capita impacta em aumento de 0,9% no ROE e 0,3% no ROA

das firmas. No caso do risco Brasil, o coeficiente calculado na Tabela 2 indica que a cada decréscimo de 1 ponto percentual, estima-se um aumento de 0,009% no ROE. Considerando a taxa de câmbio, dado um aumento de 1 ponto percentual, espera-se um acréscimo de 0,19% no ROE e 0.06% no ROA das exportadoras.

A fim de complementar a análise, as Tabelas 4, 5, 6 e 7 apresentam o resultado da estimação com efeitos fixos e aleatórios nos cortes transversais. O modelo de regressão de efeitos fixos (Tabelas 4 e 5) considera as características individuais das empresas. O intercepto é individualizado para cada empresa, porém não se altera ao longo do tempo, ao passo que os coeficientes angulares são mantidos constantes entre as empresas e ao longo do tempo. No modelo de efeitos fixos, a *dummy* D1 não foi considerada isoladamente, devido a ocorrência de multicolinearidade perfeita⁷.

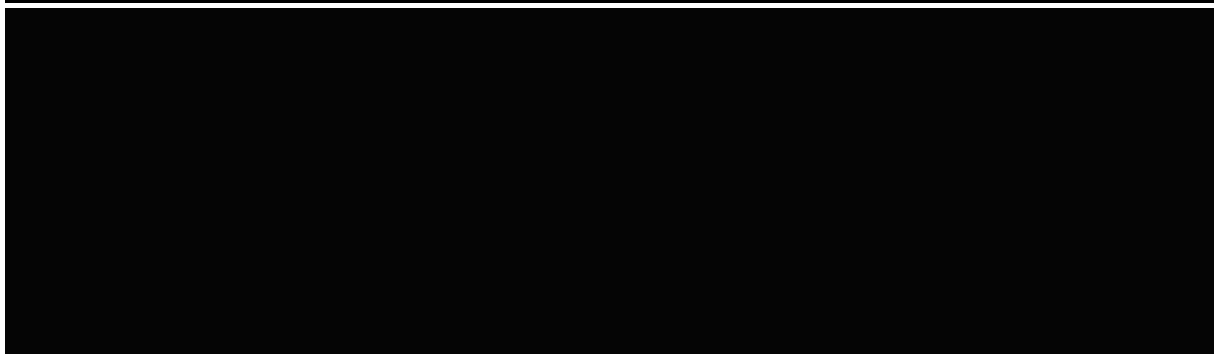
Tabela 4 – Variável dependente ROE – Efeitos Fixos



Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
 Total de 440 observações
 Fonte: elaborada pela autora

⁷ Existência de correlação entre as variáveis independentes em um modelo de regressão múltipla (WOOLDRIDGE, 2006).

Tabela 5 – Variável dependente ROA – Efeitos Fixos



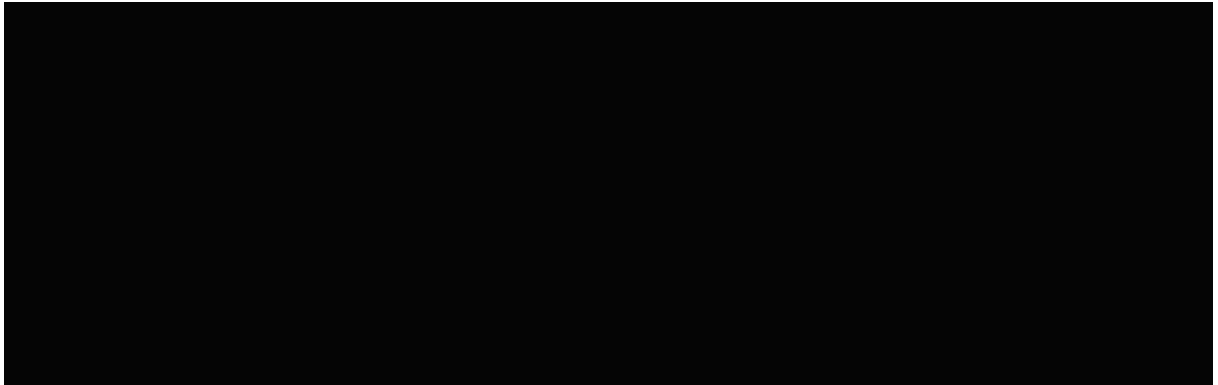
Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
Total de 440 observações
Fonte: elaborada pela autora

Com base nos resultados apurados nas Tabelas 4 e 5, verificou-se que tamanho, ciclo econômico, taxa de câmbio e risco Brasil são estatisticamente significantes. Quando se considerou as características individuais das empresas, pode-se inferir que as maiores firmas tendem a ser mais lucrativas *coeteris paribus*.

Assim como nas Tabelas 2 e 3, os coeficientes apresentaram os sinais esperados. Em relação à variável tamanho, os coeficientes calculados indicaram que para cada acréscimo de 1 ponto percentual nos ativos totais e no patrimônio líquido, são estimados aumentos de 0,11% no ROE e 0,05 no ROA% das empresas, mantidas as demais variáveis constantes.

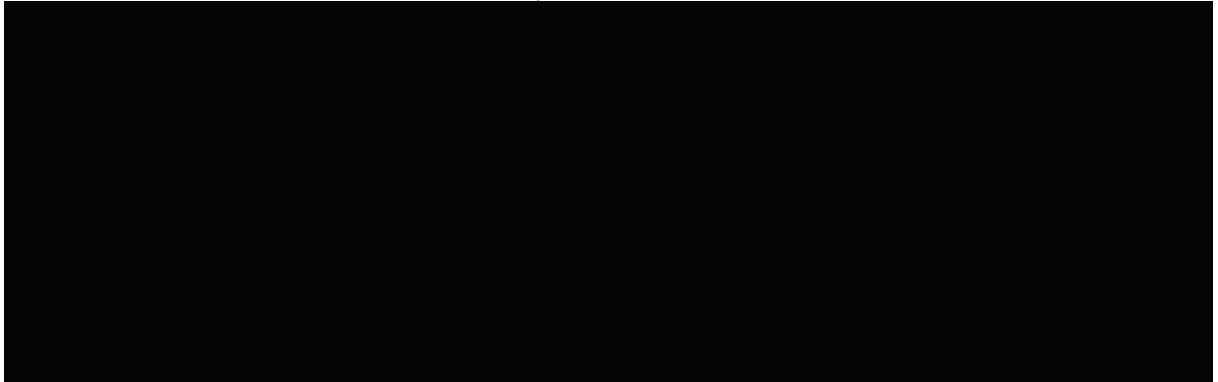
No modelo de efeitos aleatórios, o intercepto representa o valor médio de todos os interceptos das empresas e o erro representa o desvio (aleatório) do intercepto individual de seu valor médio (GUJARATI, 2006).

Tabela 6 – Variável dependente ROE – Efeitos Aleatórios



Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
 Total de 440 observações
 Fonte: elaborada pela autora

Tabela 7 – Variável dependente ROA – Efeitos Aleatórios



Notas: * significativa a 1% ** significativa a 5% *** significativa a 10%
 Total de 440 observações
 Fonte: elaborada pela autora

Os resultados observados nas Tabelas 6 e 7 indicaram que as variáveis tamanho, ciclo econômico, risco Brasil e taxa de câmbio são estatisticamente significantes *coeteris paribus*.

Considerando a variável tamanho, houve divergência nos resultados quando comparadas as Tabelas 6 e 7, assim como ocorreu com a variável risco Brasil em relação às Tabelas 2 e 3. Na Tabela 7, apurou-se indicação de impacto positivo de tamanho na rentabilidade das empresas. Todavia, a mesma variável na Tabela 6

não apresentou significância estatística, contrariando a expectativa de resultados similares, conforme explicado anteriormente.

Não foram observadas evidências de que as empresas exportadoras são mais rentáveis do que as não exportadoras. A variável D1 não apresentou significância nos modelos estimados.

Quanto às demais variáveis, pode-se inferir que, variação no preço de *commodities* e os diferentes regimes cambiais utilizados no período analisado não exercem influência sobre a rentabilidade das empresas, na amostra analisada.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo investigar se a rentabilidade das empresas exportadoras é maior do que a rentabilidade das empresas não exportadoras, buscando contribuir para ampliar o conhecimento das razões que levam uma empresa a direcionar seus negócios para o mercado externo. Foram analisadas 40 empresas, exportadoras e não exportadoras, listadas na revista Exame, edição Maiores e Melhores de 2006, durante o período de 1995 a 2005. O método estatístico utilizado foi análise de regressão com dados em painel.

A variável dependente - rentabilidade - foi modelada como função de ciclo econômico, taxa de câmbio, variação de preços de *commodities*, choques econômicos e tamanho das empresas. Foram incluídas duas *dummies*: uma para indicar as empresas exportadoras e não exportadoras e outra para indicar o período de taxa de câmbio fixa e o de taxa flutuante.

Os resultados empíricos não apontaram evidências de que há relação entre rentabilidade e atividade exportadora. Não foram observados indícios de que as empresas exportadoras são mais rentáveis do que as não exportadoras.

A análise dos dados indicou que em períodos de crescimento econômico as empresas tendem a ser mais rentáveis. A apreciação do Real frente ao Dólar pode impactar negativamente a rentabilidade das exportadoras assim como o aumento do risco Brasil. Considerando o modelo no qual foram capturadas as características individuais de cada firma, pode-se inferir que empresas maiores tendem a ser mais lucrativas.

REFERÊNCIAS

AITKEN, Brian; HANSON, Gordon H.; HARRISON, Ann E. Spillovers, foreign investment and export behavior. **NBER Working Paper Series**. Working Paper 4967, 1994. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4967>>. Acesso em 29 abr. 2007.

ANUÁRIO Comércio Exterior 2005-2006. São Paulo: Análise Editorial, 2006.

BERNARD, Andrew B.; JENSEN, J. Bradford; REDDING, Stephen J.; SCHOTT, Peter K. Firms in international trade. **NBER Working Paper Series**. Working Paper 13054, 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13054>>. Acesso em 21 mai. 2007.

BERNARD, Andrew B.; EATON, Jonathan; JENSEN, J. Bradford; KORTUM, Samuel. Plants and productivity in international trade. **The American Economic Review**, v. 93, n. 4, p. 1268-1290, 2003.

BERNARD, Andrew B.; JENSEN J. Bradford. "Why some firms export,". **Review of Economics and Statistics**. v. 86, p. 561-569, 2001.

BERNARD, A. B.; JENSEN, J. B.; LAWRENCE, Robert Z. Exporters, jobs, and wages in U.S. manufacturing: 1976-1987. **Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics**, v. 1995, p. 67-119. 1995.

BILKEY, Warren. An attempted integration of the literature on the export behavior of firms. **Journal of International Business Studies**, v. 9, n. 1, p. 33-46, 1978.

CHRISTENSEN, Carl H.; ROCHA, Angela da; GERTNER, Rosane K. An empirical investigation of the factors influencing exporting success of brazilian firms. **Journal of International Business Studies**, v. 18, n. 3, p. 61-77, 1987.

CLERIDES, S. K.; LACH S.; TYBOUT J. R. "Is learning by exporting important? micro-dynamic evidence from Colombia, Mexico, and Marocco," **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, p. 903-947, Aug. 1998.

DAS, Sanghamitra; ROBERTS Mark. J; TYBOUT, James. R. Market entry costs, producer heterogeneity, and export dynamics. **Econometrica**, v. 75, nº 3, 2007.

EATON, Jonathan; KORTUM Samuel; KRAMARZ Francis. Dissecting trade: firms, industries, and export destination. **The American Economic Review**, v. 94, n. 2, p. 150-154, May 2004.

GOMES, Victor; ELLERY JUNIOR, Roberto. Perfil das exportações, produtividade e tamanho das firmas no Brasil. **Revista Brasileira de Economia - FGV**, Rio de Janeiro, v. 61(1), 2007.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 4 ed. Rio de Janeiro: Ed. Elsevier, 2006.

HELPMAN, E.; MELITZ, M. J.; YEAPLE, S. R. Export versus FDI with Heterogeneous firms. **The American Economic Review**, v. 94, n. 1, p. 300-316, 2004.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. **Administração estratégica**. São Paulo: Thomson, 2002.

IPEA – Boletim Conjuntural, n. 69, jun. 2005. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/default.jsp>>. Acesso em 25 out. 2007.

IPEADATA. **Taxa de câmbio** - efetiva real - INPC – exportações – índice. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?17693234>>. Acesso em 26 mai. 2007.

_____. **PIB per capita**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?17693234>>. Acesso em 26 mai. 2007.

_____. **C - Bond - spread (p.p.)**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?17693234>>. Acesso em 26 mai. 2007.

_____. **Índice de preços internacionais de commodities**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?187693234>>. Acesso em 25 out. 2007.

JOHANSON, Jan; VAHLNE Jan-Erik. The internationalization process of the firm –model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

MAIORES E MELHORES. **Exame**, São Paulo: Abril, julho 2006.

MCCARTHY, E.Jerome; PERREAULT Jr., William D. **Marketing essencial**. São Paulo: Atlas, 1997.

MELITZ, Marc. J. The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry. **Econometrica**, v. 71, n. 6, p. 1695-1725, 2003.

SIMPSON, Claude L.; KUJAWA, Duane. The export decision process: an empirical inquiry. **Journal of International Business Studies**, v. 5, n. 1, p. 107-117, 1974.

TYBOUT, James R. Plant and firm level evidence on “new” trade theories. In: CHOI E. K.; HARRIGAN, James. **Handbook of international trade**. Oxford: Basil Blackwell, 2003.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO. Biblioteca Central. **Normalização e apresentação de trabalhos científicos e acadêmicos**. 7. ed. Vitória, 2005.

_____. **Guia para normalização de referências** : NBR 6023:2002. 3. ed. Vitória, 2005.

WIEDERSHEIM-PAUL F.; OLSON, Hans C.; WELCH, Lawrence S. Pre-Export Activity: The first step in internationalization. **Journal of International Business Studies**, v. 9, n. 1, p. 47-58, 1978.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson, 2006.

APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EMPRESAS EXPORTADORAS

Empresas	Setor
SADIA	Alimentos e Bebidas
PERDIGÃO	Alimentos e Bebidas
COTEMINAS	Textil
KARSTEN	Textil
ALPARGATAS	Textil
WEG	Máquinas Industriais
VALE	Mineração
DURATEX	Outros
SOUZA CRUZ	Outros
ARACRUZ	Papel e Celulose
KLABIN	Papel e Celulose
VCP	Papel e Celulose
PETRÓLEO IPIRANGA	Petróleo e Gás
PETROBRÁS	Petróleo e Gás
COPESUL	Química
BRASKEN	Química
ACESITA	Siderurgia e Metalurgia
GERDAU	Siderurgia e Metalurgia
EMBRAER	Veículos e Peças
MARCOPOLO	Veículos e Peças

APÊNDICE B – RELAÇÃO DE EMPRESAS NÃO EXPORTADORAS

Empresas	Setor
VIGOR	Alimentos e Bebidas
MARISOL	Textil
CELESC	Energia Elétrica
CEMIG	Energia Elétrica
CESP	Energia Elétrica
COELBA	Energia Elétrica
COPEL	Energia Elétrica
ELETROBRÁS	Energia Elétrica
ESCELSA	Energia Elétrica
BANCO DO BRASIL	Finanças e Seguros
BRADESCO	Finanças e Seguros
ITAÚ	Finanças e Seguros
UNIBANCO	Finanças e Seguros
BANESPA	Finanças e Seguros
ITAUSA	Outros
COMGÁS	Petróleo e Gás
UNIPAR	Química
BRASIL TELECOM	Telecomunicações
TELESP	Telecomunicações
RANDON	Veículos e Peças

APÊNDICE C – BASE DE DADOS

Período/ Empresas	ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	6,90	5,70	984.260,74	802.877,38	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996	-6,20	-4,50	937.238,61	683.996,52	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997	-31,40	-19,60	791.329,29	494.756,45	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998	9,40	6,00	823.432,24	520.260,39	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999	14,50	9,60	844.411,55	559.071,45	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000	16,90	11,00	927.274,66	604.665,11	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001	7,80	4,90	938.404,00	584.810,04	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002	10,90	6,10	969.295,61	545.342,82	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003	16,60	10,30	904.824,63	561.149,73	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004	17,20	10,20	985.265,43	586.244,46	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	25,20	15,40	1.069.222,00	655.318,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	14,90	8,90	7.903.821,36	4.741.340,48	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996	0,60	0,40	6.968.379,02	4.305.256,85	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997	0,70	0,40	6.850.819,19	4.051.995,64	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998	-3,40	-1,90	6.855.996,87	3.778.758,37	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999	4,30	2,30	6.623.958,97	3.476.757,87	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000	18,60	10,80	6.296.785,21	3.668.186,23	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001	8,10	3,70	7.524.429,45	3.434.070,00	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002	2,70	0,90	8.010.402,64	2.809.611,36	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003	31,20	11,10	8.990.778,97	3.197.942,11	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004	29,90	12,90	8.566.102,63	3.689.456,11	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	27,90	13,60	8.676.934,00	4.216.178,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	3,00	1,90	3.414.229,70	2.107.693,71	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996	0,20	0,10	4.360.235,82	2.177.574,74	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997	0,30	0,10	4.768.669,15	2.073.047,62	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998	-55,30	-24,00	4.486.749,31	1.948.730,64	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999	-27,00	-10,50	5.915.095,66	2.306.386,76	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000	-0,80	-0,30	5.449.794,71	1.886.478,35	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001	-28,20	-8,50	5.380.467,74	1.611.025,07	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002	-36,20	-7,20	5.248.636,31	1.041.398,76	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003	22,80	6,20	4.338.819,27	1.174.134,16	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004	44,70	17,70	4.070.125,07	1.609.455,78	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	25,30	13,80	4.252.619,00	2.326.094,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	5,30	4,20	1.469.565,45	1.168.472,17	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996	5,90	4,60	1.420.811,01	1.107.410,63	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997	6,90	4,70	1.597.402,73	1.097.073,48	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998	6,80	4,70	1.590.259,15	1.103.204,27	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999	1,90	1,30	1.473.572,80	982.920,22	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000	7,80	5,60	1.790.284,64	1.281.730,40	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001	6,10	4,30	1.708.936,34	1.211.053,33	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002	8,40	5,00	1.883.924,68	1.132.994,41	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003	6,60	3,90	1.812.442,29	1.070.801,40	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004	12,60	7,40	1.786.436,85	1.051.697,94	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	12,80	7,30	1.859.294,00	1.053.784,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	-154,20	-27,50	2.160.887,03	385.711,14	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996	-81,10	-10,70	2.079.638,05	273.659,98	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997	-8,40	-2,20	2.434.887,49	626.775,16	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998	32,30	6,70	3.697.117,19	768.760,23	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999	58,30	11,80	5.832.943,86	1.183.791,24	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000	41,60	12,90	7.769.651,53	2.418.046,00	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001	44,00	14,40	10.856.930,49	3.554.644,93	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002	35,00	10,10	14.840.594,79	4.269.108,43	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003	16,60	5,00	14.663.581,80	4.433.372,66	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004	27,70	9,20	14.713.834,16	4.868.673,26	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	14,60	5,00	14.414.409,00	4.909.482,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1

Período/ Empresas		ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	GERDAU	3,70	2,70	2.277.389,90	1.622.264,72	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		6,00	3,80	4.457.936,32	2.846.868,30	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		8,10	5,30	4.513.304,65	2.938.339,84	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		10,50	6,70	4.915.082,97	3.150.793,45	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		17,10	8,90	6.313.412,84	3.292.548,31	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		16,60	8,80	6.731.552,23	3.562.037,76	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		17,30	9,90	6.554.235,06	3.756.658,26	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		24,30	10,20	9.703.669,38	4.093.434,70	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		27,50	24,10	5.376.226,08	4.694.912,66	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		46,60	38,40	7.792.682,24	6.419.458,41	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		34,60	26,20	10.634.287,00	8.042.186,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	PETRÓLEO IPIRANGA	11,10	7,30	1.851.097,65	1.220.750,64	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		15,80	9,80	2.021.045,64	1.255.083,73	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		21,50	14,40	2.071.898,77	1.388.729,25	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		21,80	14,20	2.428.408,64	1.580.749,00	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		10,00	6,30	2.447.078,66	1.549.216,42	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		4,70	2,90	2.374.683,30	1.497.891,78	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		2,60	1,50	2.344.179,07	1.291.989,58	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		-8,00	-3,40	2.529.933,23	1.062.822,87	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		15,60	6,70	2.535.419,06	1.079.719,51	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		27,50	13,20	2.543.500,66	1.222.461,27	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		24,10	12,20	2.661.944,00	1.350.342,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	KLABIN	6,90	6,60	2.626.442,13	2.529.774,43	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		2,80	2,70	2.432.055,40	2.333.443,63	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		-0,30	-0,30	2.260.437,34	2.170.291,54	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		-2,90	-2,80	2.107.619,56	2.060.202,72	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		-11,50	-10,90	1.706.414,97	1.623.248,16	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		1,10	0,90	2.196.925,32	1.849.916,82	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		6,10	1,90	5.939.941,14	1.801.529,63	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		-19,20	-4,30	6.023.097,55	1.346.857,66	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		55,10	24,40	4.672.542,32	2.067.133,93	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		21,60	10,50	4.592.870,98	2.227.428,38	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		13,80	6,80	4.564.527,00	2.244.662,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	SOUZA CRUZ	14,00	8,90	4.412.622,62	2.806.024,33	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		31,40	16,90	3.910.995,75	2.101.486,07	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		31,30	18,90	3.681.974,20	2.222.228,38	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		38,60	21,90	4.092.467,87	2.324.280,41	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		47,80	22,30	4.817.717,34	2.241.628,94	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		41,20	21,90	3.401.743,52	1.806.033,04	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		50,70	30,60	2.907.146,50	1.755.160,25	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		64,00	35,00	3.411.502,60	1.867.522,23	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		50,00	25,30	3.460.867,25	1.747.828,61	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		45,30	22,30	3.479.929,92	1.708.766,33	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		42,00	18,00	3.863.665,00	1.652.993,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	VCP	0,70	0,60	4.458.609,26	4.023.800,20	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		-1,20	-0,90	4.563.276,57	3.514.794,96	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		0,90	0,80	3.597.630,97	3.349.124,22	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		-0,40	-0,40	3.525.731,22	3.225.791,43	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		8,10	4,90	5.252.435,96	3.168.572,12	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		17,00	11,30	5.252.440,45	3.491.614,98	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		14,50	11,80	4.491.900,58	3.642.781,86	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		10,90	7,30	5.218.403,15	3.509.561,79	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		25,30	19,00	5.255.328,89	3.944.042,06	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		19,40	14,40	5.629.880,12	4.171.753,40	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		13,10	7,80	7.050.360,00	4.191.913,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1

Período/ Empresas		ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	VALE	3,10	2,40	27.415.423,86	21.434.194,39	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		5,10	3,60	26.343.654,67	19.022.856,44	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		8,00	5,40	24.670.216,90	16.741.388,05	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		10,60	7,10	25.054.251,38	16.885.774,96	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		11,90	7,50	26.779.189,04	16.760.400,58	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		20,20	10,60	30.270.881,98	15.911.939,43	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		25,90	13,60	31.366.866,10	16.458.273,48	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		16,00	7,60	33.353.555,21	15.848.720,04	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		30,20	14,90	34.458.898,94	16.989.648,08	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		35,60	18,30	37.349.315,61	19.203.168,05	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		43,40	22,70	45.998.474,00	24.052.131,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	WEG	12,30	9,00	671.718,68	492.128,33	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		15,40	9,30	811.426,54	490.542,64	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		19,80	14,80	696.667,62	521.651,90	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		27,60	18,20	931.183,71	614.209,12	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		20,10	18,50	708.987,79	652.137,77	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		26,90	22,30	847.258,56	701.982,31	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		30,60	28,20	871.498,44	802.380,07	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		31,80	28,70	952.617,22	862.198,67	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		35,70	32,60	1.074.053,86	979.634,67	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		34,70	32,00	1.330.048,41	1.228.119,91	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		27,30	25,00	1.497.784,00	1.371.463,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	COPESUL	7,10	5,40	2.421.001,87	1.841.861,61	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		10,00	6,60	2.520.751,13	1.673.208,78	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		13,90	8,50	2.610.079,96	1.595.304,75	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		11,10	4,80	3.439.980,00	1.471.269,36	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		15,40	5,80	3.844.286,48	1.448.534,34	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		11,00	4,10	3.670.939,23	1.361.219,39	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		-2,20	-0,80	3.409.845,35	1.285.011,30	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		0,00	0,00	4.351.505,99	1.243.944,61	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		15,60	5,40	3.560.459,68	1.225.525,33	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		47,10	24,70	2.340.553,67	1.227.078,87	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		45,40	24,90	2.272.435,00	1.247.327,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	SADIA	15,40	7,60	2.358.969,83	1.158.478,17	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		7,60	3,00	2.664.927,95	1.040.356,48	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		9,40	3,90	2.447.427,62	1.021.581,70	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		17,70	7,50	3.198.592,78	1.357.726,61	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		9,60	3,00	4.315.072,99	1.370.862,30	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		4,20	1,50	3.969.222,11	1.427.872,62	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		18,10	6,90	4.087.132,58	1.568.816,92	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		18,70	5,20	5.679.905,31	1.570.746,83	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		30,30	8,90	5.798.469,54	1.700.359,73	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		24,80	8,70	5.393.634,44	1.894.149,76	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		29,10	11,30	5.732.413,00	2.228.040,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1
1995	PETROBRAS	3,00	2,00	60.687.075,86	40.311.195,56	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		3,30	2,00	62.398.380,59	37.210.385,18	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		7,30	4,20	63.923.739,92	37.312.326,20	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		6,60	3,70	67.527.814,05	37.960.612,66	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		10,00	3,20	87.579.203,08	28.181.411,26	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		40,20	15,60	97.918.831,49	38.040.263,93	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		34,60	14,30	100.544.830,04	41.557.141,13	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		26,70	9,80	124.225.758,09	45.705.512,50	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		34,00	14,60	136.265.244,66	58.589.314,36	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		27,60	12,90	145.467.430,27	67.909.667,89	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005		29,10	15,20	154.013.146,00	80.703.266,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1

Período/ Empresas		ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	MARCOPOLO	7,30	5,00	472.882,00	324.934,20	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		12,60	9,00	458.585,17	326.818,28	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		15,70	10,50	484.307,22	324.843,38	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		15,30	8,90	591.701,21	342.033,03	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		5,70	3,00	623.712,77	326.380,89	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		8,70	5,10	550.972,66	324.889,65	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		19,30	7,20	819.215,22	303.786,50	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		16,30	7,00	1.008.770,37	432.755,61	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		20,80	9,30	989.445,50	442.630,48	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		19,50	8,50	1.054.549,45	460.865,47	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	17,10	6,90	1.158.793,00	470.073,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1	
1995	COTEMINAS	9,50	8,50	1.228.126,43	1.097.269,28	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		13,10	11,00	1.053.789,26	887.563,57	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		6,10	4,70	1.559.055,90	1.199.778,86	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		4,60	3,50	1.639.351,99	1.241.709,84	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		2,10	1,60	1.824.698,49	1.366.064,95	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		6,90	4,90	1.964.075,78	1.405.711,60	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		8,20	6,00	2.005.687,22	1.472.701,62	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		12,80	9,20	2.089.182,73	1.494.838,90	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		12,10	8,80	2.174.754,02	1.572.530,02	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		11,00	8,30	2.240.890,11	1.681.855,54	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	6,00	5,10	2.002.630,00	1.704.833,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1	
1995	BRASKEN	5,10	3,60	8.120.097	5.833.220,55	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		0,20	0,20	7.237.072	5.187.695,03	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		2,40	1,60	7.038.470	4.902.306,85	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		-0,20	-0,10	5.466.151	3.388.607,84	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		8,00	4,70	5.669.184	3.327.942,72	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		10,00	6,00	5.723.764	3.415.330,79	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		-1,10	-0,50	7.626.035	3.020.625,67	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		-49,20	-8,70	13.142.651	2.326.419,09	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		9,80	1,50	15.986.807	2.454.493,03	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		16,40	4,10	17.674.474	4.476.003,21	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	14,80	4,60	14.907.941	4.647.101,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1	
1995	PERDIGÃO	8,10	6,60	953.178,50	776.477,34	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		2,40	2,00	910.066,21	758.162,24	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		7,90	7,60	803.075,83	775.153,49	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		12,50	12,30	855.238,19	838.349,43	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		9,00	8,90	848.417,32	835.726,53	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		8,20	8,00	855.178,70	835.734,54	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		25,00	23,60	999.215,30	941.078,38	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		2,10	2,10	848.913,63	847.615,95	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		16,60	15,90	922.411,81	880.873,55	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		29,50	28,30	1.070.926,12	1.027.630,21	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	29,50	27,90	1.293.982,00	1.225.215,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1	
1995	KARSTEN	5,80	4,20	257.066,73	186.839,82	9,05	72,89	67,30	983,06	1	0
1996		2,90	1,80	273.857,11	165.874,20	9,73	73,47	69,18	560,80	1	0
1997		0,80	0,50	240.763,50	158.288,48	10,13	72,87	63,10	583,86	1	0
1998		2,30	1,40	254.944,82	158.155,22	10,24	77,35	53,27	1.121,45	1	0
1999		9,90	5,30	265.821,95	142.230,37	10,07	106,05	61,88	707,14	1	1
2000		2,40	1,10	289.894,38	134.755,23	10,37	106,87	62,75	775,89	1	1
2001		9,00	4,00	295.413,69	130.208,00	10,48	114,24	56,86	888,17	1	1
2002		16,30	7,00	300.366,39	128.624,22	10,41	150,50	66,35	1.569,42	1	1
2003		10,20	4,70	271.402,01	124.718,26	10,80	124,05	74,93	524,95	1	1
2004		11,70	5,90	246.103,39	125.144,36	11,30	121,86	83,79	401,67	1	1
2005	3,50	2,00	214.131,00	121.001,00	11,66	100,00	100,00	363,67	1	1	

Período/ Empresas		ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	BANCO DO BRASIL	-122,70	-5,30	163.176.190,45	7.062.974,95	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		-134,60	-9,20	151.617.099,83	10.399.962,56	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		9,60	0,50	189.018.063,84	10.610.125,10	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		13,10	0,70	219.239.160,34	11.526.697,01	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		11,60	0,70	199.624.861,46	11.603.536,55	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		12,20	0,70	209.726.847,76	11.995.412,79	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		12,40	0,60	233.646.062,81	12.235.206,48	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		22,00	1,00	259.754.845,51	11.431.825,51	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		19,60	0,90	287.723.236,43	13.842.065,68	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		21,40	1,20	259.040.993,22	14.908.310,10	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	24,70	1,60	260.918.031,00	16.849.764,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	BRADESCO	11,20	1,90	58.814.987,76	9.865.818,73	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		15,10	2,40	63.846.060,86	10.154.475,52	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		14,90	2,00	74.820.874,13	9.849.607,96	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		16,00	2,10	85.843.488,38	10.989.688,69	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		16,30	2,00	89.721.656,49	10.803.161,34	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		21,50	2,70	96.953.719,71	12.186.979,44	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		22,20	2,60	116.645.012,63	13.662.743,03	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		18,60	1,90	129.550.657,82	13.481.092,23	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		17,00	1,60	160.221.623,81	15.405.842,48	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		20,10	2,00	158.482.881,09	16.080.359,36	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	28,40	3,00	180.984.873,00	19.409.274,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	BRASIL TELECOM	2,80	2,00	3.851.388,01	2.832.479,38	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		8,30	6,30	4.107.798,99	3.120.863,02	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		8,60	6,50	4.447.049,62	3.363.788,85	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		5,70	4,00	4.515.879,56	3.144.882,21	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		-2,70	-1,80	4.119.241,90	2.715.436,53	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		6,30	3,60	18.815.374,14	10.764.514,92	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		4,10	2,00	19.655.305,88	9.601.337,33	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		6,30	2,90	18.918.192,60	8.655.578,39	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		-0,40	-0,20	17.054.986,17	7.577.148,77	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		4,50	1,80	16.961.078,36	6.850.154,67	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	-5,50	-1,90	15.589.008,00	5.496.607,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	CELESC	-6,40	-4,70	3.464.107,99	2.580.722,41	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		4,30	3,20	3.578.285,87	2.699.844,24	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		2,90	2,10	3.647.959,41	2.646.526,77	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		-4,20	-2,40	4.037.675,89	2.326.404,98	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		0,10	0,10	3.781.664,01	1.828.616,49	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		0,40	0,20	3.828.899,14	1.726.173,57	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		4,30	1,60	4.062.342,85	1.481.817,16	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		-45,60	-11,10	3.267.972,49	792.511,89	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		21,60	5,60	3.398.027,64	884.506,98	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		21,80	6,40	3.295.255,67	973.421,81	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	19,90	6,20	3.358.753,00	1.043.075,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	CEMIG	2,50	1,90	23.501.472,02	17.526.583,29	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		2,40	1,70	22.855.890,77	16.278.211,49	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		3,90	2,80	19.811.956,93	14.053.713,03	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		6,00	4,30	19.696.169,65	13.930.447,09	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		0,40	0,30	18.306.760,29	12.111.442,66	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		5,30	3,50	17.901.969,88	11.773.323,74	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		6,90	3,60	18.356.652,74	9.654.129,69	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		-17,60	-7,40	16.879.981,00	7.061.259,57	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		18,30	8,10	16.890.154,59	7.458.564,70	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		19,10	8,30	17.542.587,91	7.663.988,81	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	27,90	20,10	9.949.636,00	7.184.855,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	

Período/ Empresas	ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	-1,50	-0,80	48.106.158,79	25.601.315,20	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	-4,00	-2,10	45.941.367,97	23.630.087,54	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	8,70	4,70	47.234.481,35	25.378.494,97	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	5,40	3,10	47.584.893,60	27.576.495,73	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	0,30	0,10	31.594.857,22	17.420.982,38	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	-3,90	-2,10	29.455.815,99	16.103.280,17	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	-8,20	-4,00	28.508.359,12	13.842.378,04	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	-52,70	-16,50	25.693.823,86	8.053.120,35	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	8,80	3,20	22.505.852,83	8.081.718,18	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	0,50	0,20	21.037.110,44	7.546.887,46	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	-2,80	-1,00	19.474.374,00	7.064.827,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	2,50	1,80	11.715.620,52	8.177.858,52	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	4,80	3,10	11.602.840,17	7.543.817,97	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	6,20	4,10	13.143.161,45	8.590.643,91	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	9,00	5,70	12.296.726,42	7.752.279,93	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	6,00	3,60	12.290.894,78	7.385.221,26	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	8,80	5,40	11.982.340,58	7.376.694,51	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	9,40	7,70	8.591.049,67	7.057.160,50	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	-6,80	-5,00	7.952.897,12	5.874.445,09	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	3,50	2,60	7.435.922,56	5.524.897,70	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	7,30	5,50	7.131.157,96	5.428.573,44	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	9,20	7,00	7.198.411,00	5.487.183,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	1,10	0,70	170.056.504,52	139.426.453,75	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	4,00	2,60	140.113.871,96	110.922.355,91	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	5,50	3,50	141.238.564,77	108.958.430,80	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	3,30	2,30	118.799.080,29	104.308.447,60	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	1,00	0,70	112.051.975,04	94.857.063,32	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	4,00	2,70	113.307.335,75	93.578.260,67	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	5,10	3,10	111.172.871,96	89.918.248,40	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	1,70	0,90	111.349.562,65	82.721.807,67	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	0,50	0,30	101.975.634,09	77.146.724,07	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	1,90	1,10	94.850.368,07	73.849.628,73	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	1,30	0,80	91.046.095,00	75.714.890,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	11,10	1,90	40.606.168,16	6.869.117,95	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	15,40	2,30	48.224.253,19	7.156.019,41	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	17,10	2,00	63.991.048,36	7.429.468,16	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	25,60	3,30	67.677.013,74	8.829.229,60	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	30,50	4,40	71.411.672,44	10.245.660,29	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	25,60	3,20	86.979.192,60	10.760.576,69	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	33,50	4,10	98.465.547,12	11.978.697,13	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	22,40	2,80	99.739.244,31	12.286.422,08	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	17,50	16,30	14.189.021,47	13.201.531,99	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	32,80	30,50	16.746.624,89	15.599.587,17	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	32,40	29,80	17.858.390,00	16.420.562,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	9,40	7,80	5.637.385,12	4.684.180,13	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	10,80	9,10	5.403.435,82	4.526.764,64	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	16,80	12,40	6.620.534,97	4.898.123,27	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	21,00	18,90	6.179.006,90	5.539.967,10	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	26,00	22,20	6.863.156,11	5.879.378,87	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	20,70	18,10	7.449.094,69	6.530.410,34	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	25,50	23,30	8.432.708,96	7.688.124,51	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	21,90	20,80	8.850.936,06	8.439.029,05	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	14,00	13,00	9.155.098,80	8.557.909,29	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	26,80	25,20	10.454.191,07	9.823.591,68	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	23,10	21,30	11.110.895,00	10.234.136,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1

Período/ Empresas		ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	TELESP	3,50	2,70	23.046.766,67	17.408.813,08	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		8,20	6,40	23.606.264,50	18.387.314,98	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		10,20	8,00	25.068.358,63	19.829.937,31	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		9,60	7,80	24.287.467,94	19.538.527,32	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		5,30	4,10	28.498.021,90	21.987.469,31	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		10,20	7,40	29.937.999,90	21.783.636,78	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		10,70	6,90	31.891.060,67	20.560.420,05	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		7,40	4,80	27.774.888,65	18.001.718,93	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		12,90	7,90	22.787.465,98	13.952.674,40	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		19,10	11,70	19.749.065,35	12.047.214,16	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	24,90	13,50	18.800.613,00	10.204.207,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	UNIBANCO	7,90	0,70	44.069.960,33	4.009.458,16	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		13,20	1,20	44.485.547,69	4.005.389,67	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		16,40	1,70	43.611.775,42	4.648.351,03	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		15,60	1,70	47.459.611,82	5.052.953,95	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		14,80	1,90	49.732.530,92	6.386.419,99	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		13,40	1,80	62.573.994,46	8.289.255,40	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		16,00	2,00	68.733.381,03	8.493.653,13	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		15,40	1,50	84.884.655,98	8.152.709,65	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		14,70	1,80	68.157.631,60	8.137.859,54	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		15,80	1,90	71.966.746,59	8.567.636,19	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	19,70	2,20	82.288.219,00	9.323.633,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	UNIPAR	9,80	7,10	1.178.093,30	848.564,50	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		1,70	1,20	1.055.505,78	761.993,27	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		-14,60	-10,40	880.425,21	627.379,63	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		10,50	7,60	930.895,11	669.159,31	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		33,60	25,20	1.088.541,69	816.727,05	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		18,80	14,60	1.141.961,65	892.100,17	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		16,90	13,70	1.151.861,77	935.791,17	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		14,00	11,50	1.113.361,45	916.860,23	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		12,60	10,30	1.113.720,25	916.998,62	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		21,60	16,30	1.324.565,21	999.735,45	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	17,30	12,80	1.456.021,00	1.072.164,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	VIGOR	3,20	2,40	301.794,18	225.907,06	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		3,70	2,50	309.465,21	211.403,92	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		1,60	1,10	699.377,14	462.901,50	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		1,00	0,60	707.973,56	457.340,46	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		-3,30	-1,80	742.364,95	406.143,59	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		-0,90	-0,40	730.031,85	379.853,18	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		-6,90	-2,80	619.133,53	249.531,07	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		-21,50	-6,10	646.918,42	182.436,82	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		1,90	0,50	633.122,39	169.273,58	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		0,30	0,10	611.840,47	157.066,97	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	3,80	1,20	683.100,00	225.196,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	
1995	COMGAS	-2,20	-1,20	1.203.193,40	657.317,55	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996		-0,50	-0,30	1.130.017,41	588.596,49	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997		1,80	1,20	1.110.695,30	720.158,95	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998		-0,40	-0,20	1.116.247,25	731.246,46	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999		-41,70	-19,10	974.623,01	447.115,76	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000		5,40	3,40	1.984.147,95	1.266.802,78	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001		7,80	3,70	2.403.050,32	1.159.392,54	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002		12,10	4,90	2.739.667,28	1.102.460,46	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003		11,30	4,60	2.553.419,04	1.036.904,15	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004		25,60	10,80	2.372.504,81	999.257,73	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	36,20	12,40	2.579.085,00	881.257,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1	

Período/ Empresas	ROE %	ROA %	ATIVOS TOTAIS Base 2005	PATRIMÔNIO LÍQUIDO Base 2005	PIB PER CAPITA Base 2005	TAXA DE CÂMBIO	ÍNDICE DE PREÇOS DE COMMODITIES Base 2005	RISCO BRASIL	DUMMY 1 Exp = 1 N Exp = 0	DUMMY 2 1999 a 2005=1 1995 a 1998=0
1995	0,60	0,60	385.707,06	372.695,51	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	-1,80	-1,70	365.082,06	334.666,31	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	6,00	4,80	407.288,35	329.862,96	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	1,10	0,80	346.056,15	258.462,01	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	-27,10	-16,60	306.044,03	186.825,29	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	-2,00	-0,90	358.131,93	169.971,89	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	4,30	2,30	290.883,20	157.991,03	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	11,80	6,50	263.719,42	144.847,68	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	41,90	17,70	450.247,61	190.104,12	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	49,40	24,10	551.911,07	269.015,93	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	35,40	17,30	686.159,00	335.914,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	23,20	14,40	305.072,54	189.553,78	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	16,70	11,40	293.722,66	201.716,63	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	10,80	8,10	262.565,13	197.483,69	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	10,90	7,70	283.181,42	199.874,67	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	22,50	14,20	297.261,65	187.683,89	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	11,70	7,60	315.055,37	205.123,79	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	8,30	5,40	309.125,47	199.229,86	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	-1,70	-1,10	266.987,24	170.483,02	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	14,20	7,90	311.765,52	173.372,13	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	21,50	13,20	300.602,44	185.369,69	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	14,70	9,10	306.855,00	190.255,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	-16,20	-9,30	3.716.588	2.134.793	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	-28,70	-15,30	3.048.786	1.623.299	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	8,40	4,30	3.696.890	1.877.084	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	16,60	8,20	4.060.130	2.011.515	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	-7,70	-3,30	4.093.299	1.727.912	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	10,10	4,50	5.054.168	2.249.613	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	14,80	6,70	5.001.435	2.249.756	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	7,40	2,90	5.223.569	2.077.885	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	9,80	4,00	4.705.641	1.915.740	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	20,30	8,40	4.344.097	1.790.780	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	50,40	14,40	4.044.038	1.154.389	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	-13,80	-11,10	1.835.052,24	1.473.636,39	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	10,10	8,10	1.837.764,44	1.472.388,54	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	10,00	5,10	2.970.497,02	1.509.673,05	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	10,10	4,90	3.296.331,65	1.611.730,86	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	-16,70	-6,50	3.243.066,67	1.252.976,16	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	0,50	0,20	3.224.313,84	1.168.091,01	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	-3,60	-1,00	3.590.003,49	1.023.037,11	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	-228,30	-18,50	3.418.293,03	277.212,04	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	49,40	6,70	3.023.441,85	407.045,59	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	32,80	5,60	2.954.278,59	504.261,79	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	25,50	8,60	1.804.799,00	608.502,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1
1995	-3,00	-0,10	101.003.577,10	2.977.692,84	9,05	72,89	67,30	983,06	0	0
1996	52,20	2,00	117.213.597,06	4.538.434,40	9,73	73,47	69,18	560,80	0	0
1997	51,90	3,50	102.227.054,84	6.944.358,52	10,13	72,87	63,10	583,86	0	0
1998	3,80	0,60	43.569.200,56	7.203.367,41	10,24	77,35	53,27	1.121,45	0	0
1999	0,50	0,10	44.586.924,54	6.664.473,10	10,07	106,05	61,88	707,14	0	1
2000	-102,50	-7,10	44.401.721,95	3.063.644,61	10,37	106,87	62,75	775,89	0	1
2001	36,40	3,70	41.109.143,91	4.186.055,14	10,48	114,24	56,86	888,17	0	1
2002	65,50	10,00	35.107.664,89	5.351.866,32	10,41	150,50	66,35	1.569,42	0	1
2003	36,70	5,70	35.034.527,81	5.409.406,87	10,80	124,05	74,93	524,95	0	1
2004	30,70	5,00	37.231.439,55	6.016.087,24	11,30	121,86	83,79	401,67	0	1
2005	34,30	4,00	40.875.315,00	4.794.632,00	11,66	100,00	100,00	363,67	0	1