

## **Finanças**

### **ANÚNCIOS DE PREJUÍZOS E REAÇÕES DOS RETORNOS NA BOVESPA**

#### **AUTORES**

**RENATA TUROLA TAKAMATSU**

Universidade Federal de Minas Gerais

renatinhat2002@yahoo.com.br

**WAGNER MOURA LAMOUNIER**

Universidade Federal de Minas Gerais

wagner@face.ufmg.br

#### **RESUMO**

O desenvolvimento recente da contabilidade tem implicado na necessidade de testes empíricos para a validação dos métodos contábeis. Nesse contexto, pesquisas empíricas passaram a investigar a influência da informação contábil no mercado de capitais. O modo como o mercado reage a informações específicas presentes nas demonstrações financeiras fornece suporte para a análise da utilidade dos principais instrumentos de comunicação da contabilidade. Dentre as informações específicas, o lucro destaca-se como uma das mais relevantes, retratando a capacidade de crescimento e fortalecimento da situação econômica da firma. Nesse sentido, buscou-se identificar a reação do mercado de capitais frente a anúncios de resultados desfavoráveis apresentados pelas empresas de capital aberto (prejuízos). O evento em questão foi analisado a partir da metodologia do estudo de eventos, que possibilita investigação dos impactos da informação pública no mercado acionário. Os resultados demonstraram que o anúncio de prejuízos apresentou-se como uma informação relevante, que gerou reações negativas no mercado de capitais, como a queda nos preços e retornos das ações da maioria das empresas da amostra analisada na pesquisa.

#### **ABSTRACT**

The recent development of the accounting has highlighted the necessity of empirical tests for the validation of the accounting methods. In this context, empirical research had started to investigate the influence of accounting information in the stock market. The way the market reacts to the specific information in the current financial statements give support to the analysis of the utility of the main accounting communication instruments. Among the specific information, the earnings is shown as one of the most important describing the growth and strength capacity of the firm economic situation. The present works searched to identify the reaction of the stock market, facing the announcements of unfavorable results presented by the open capital companies. The event discussed was analyzed using the study of events methodology that investigates the public information impact in the capital market. The results demonstrated that the announcement of loss was presented as an important information, that generated negative reactions in the stock market as the prices and returns fall in the majority of the companies shares of the sample analyzed in the research.

Palavras Chaves: Retornos Anormais, Prejuízos, Demonstrações Contábeis.

Keys- Words: Abnormal returns, Damages, Accounting Demonstrations.

# 1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais constitui-se como sistema de distribuição de valores mobiliários, formado pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. A compra de uma ação concede uma participação no fluxo de caixa futuro de uma empresa ao seu acionista em troca dos recursos que tornam possíveis os investimentos no presente. Pesquisas têm buscado identificar as percepções dos administradores de empresa e de profissionais da área em relação ao mercado. Nesse sentido Freire *et al* (2005, p.48) afirmam:

Os Mercados de Capitais e Financeiros têm sido laboratório de pesquisas na busca de explicações das decisões tomadas pelos gestores das organizações em relação a como esse mercado reage ante as decisões.

No processo de decisão em tais mercados, os investidores utilizam-se das mais variadas formas de informações políticas e econômicas para determinar a alocação de investimentos. A informação contábil, por meio das demonstrações financeiras, apresenta aos mais diversos usuários as situações financeira, patrimonial e econômica da organização, configurando-se como uma ampla fonte de informações sobre a firma.

Para Schiell (1996) o acesso às informações inseridas nas demonstrações contábeis torna possível aos investidores do mercado de capitais realizar uma reavaliação em relação ao retorno esperado de seus investimentos.

O desenvolvimento da contabilidade levou os pesquisadores a questionar a real utilidade dos métodos contábeis vigentes destacando a necessidade de testá-los por meio de avaliações empíricas. O tratamento qualitativo das questões contábeis foi aos poucos sendo substituído. A contabilidade passou a investigar o porquê da utilização de um determinado método e não qual, entre vários, é o melhor. Ou seja, passou de uma abordagem normativa para uma abordagem mais positiva. Assim, a eficiência da contabilidade como fonte de informações passou a ser testada. Sua utilidade passou a estar ligada a outros fatores como o tipo de decisão a ser tomada e a atitude do investidor em relação ao risco, dentre outras características do processo de decisão (Lopes, 2002).

Mendes (2003) afirma que o principal objetivo da informação é possibilitar que seus usuários tomem decisões ótimas. As informações contidas no balanço patrimonial, na demonstração de resultado do exercício e na demonstração de fluxo de caixa, acompanhados das respectivas notas explicativas, podem ser consideradas fontes significativas para o processo de avaliação das empresas e títulos.

A relevância e a confiabilidade são características primordiais da contabilidade. Desse modo, torna-se de extrema importância determinar em que extensão a informação contábil é utilizada, e como essa altera a visão dos investidores frente à empresa e suas perspectivas de crescimento.

O conhecimento de especificidades do mercado torna possível a elevação da eficiência e da rentabilidade das carteiras dos investidores nos mercados financeiros. Assim, uma vez que a informação contábil se apresente como relevante, essa solidificará sua função como importante ferramenta de gestão mais eficiente dos riscos.

## 1.1 Objetivos

O objetivo geral da presente pesquisa é analisar o real conteúdo informativo das demonstrações financeiras geradas pela contabilidade. Para tal, será feita uma análise de como

o mercado reage a uma informação específica presente na demonstração do resultado do exercício (DRE): os lucros. Assim sendo, pretende-se avaliar o comportamento do mercado frente à divulgações de prejuízos por parte das empresas de capital aberto. Os objetivos específicos da pesquisa são:

- Destacar a metodologia do *estudo de eventos* como forma de mensurar a eficiência do mercado de capitais brasileiro;
- Apresentar uma revisão de literatura das principais pesquisas realizadas que buscaram analisar a reação do mercado frente à divulgação das demonstrações financeiras;
- Investigar a reação do mercado frente a anúncios de prejuízos por parte das empresas de capital aberto no Brasil.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA E APLICAÇÕES DO ESTUDO DE EVENTOS NA CONTABILIDADE.**

De acordo com Camargos e Barbosa (2003a), a eficiência do mercado está ligada ao modo com que o mercado incorpora as informações disponíveis, não devendo ser confundida com a eficiência da economia que designa o melhor modo de alocação de recursos. Os testes de eficiência informacional normalmente não levam em consideração se a informação foi corretamente absorvida, mas sim a velocidade dessa absorção. Essa pode apresentar-se em diferentes graus de desenvolvimento, a classificação mais aceita determina três formas de eficiência: *fraca, semiforte e forte*.

O mercado é eficiente na sua forma *fraca* quando refletir apenas o comportamento histórico dos preços. Os retornos esperados são formados a partir de um conjunto de informações disponíveis que estão completamente refletidas nos preços. Na sua forma *semiforte*, além do comportamento histórico, o comportamento do mercado irá refletir também as informações relevantes disponíveis publicamente, que se torna conhecida ao mesmo tempo em que afeta os preços, tais como as informações contábeis. (FRENCH e ROLL 1986, *apud* CAMARGOS e BARBOSA 2003a).

Na sua forma forte, o mercado será dito eficiente, quando incorporar as informações privadas relevantes detidas pelos agentes, com acesso restrito a essas informações influenciam na formação de preços.

Segundo Camargos e Barbosa (2003b) a metodologia do *Estudo de Eventos* é adaptável a diferentes objetivos, eventos e contextos nos quais são utilizados, além de possuir diversas alternativas estatísticas. A metodologia do Estudo de Eventos visa, partindo da hipótese de que os mercados sejam eficientes na sua forma semiforte, mensurar o impacto de eventos específicos no valor da empresa. Tal metodologia auxilia na avaliação do real conteúdo informativo das demonstrações contábeis.

Brown e Warner (1980) defendem que o *Estudo de Eventos* pode ser empregada como uma ferramenta de teste para se mensurar a eficiência do mercado com relação ao evento estudado. O mercado eficiente na sua forma semiforte refletirá imediatamente e corretamente as informações relevantes disponíveis publicamente para o estabelecimento de preços no mercado de capitais. A rapidez com que um mercado eficiente reage às informações públicas torna impraticável a obtenção de retornos anormais por meio dessas informações. A presença desse tipo de retorno demonstraria a ineficiência do mercado. Assim, o teste analisa o

ajustamento do mercado a anúncios públicos, tais como a publicação de demonstrações contábeis e o anúncio de distribuição de dividendos.

Nesse contexto, pesquisas como a de Leite e Sanvicente (1990) examinaram se informações específicas como a mudança do valor patrimonial de 43 empresas da BOVESPA (Bolsa de valores de São Paulo) possuíam conteúdo informacional para o mercado. O evento analisado especificamente foi a entrega das demonstrações contábeis à BOVESPA. A data zero foi considerada o dia posterior à data em que o Boletim Diário de Informações (BDI) foi entregue. A pesquisa foi realizada utilizando-se o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), com o objetivo de captar os efeitos de variáveis, como lucro por ação, dentre outras presentes nas demonstrações sobre os retornos das ações. Os dados coletados foram referentes às demonstrações de 1987 e 1988. A partir dos resultados obtidos os autores concluíram que a divulgação das Demonstrações Contábeis pode ser considerada um evento significativo para o mercado, mas que parece sofrer antecipações por parte de seus agentes.

Schiell (1996) analisou o efeito das divulgações trimestrais e anuais no preço de 90 empresas negociadas na BOVESPA. O período da coleta de dados foi de Janeiro de 87 até Abril de 95 utilizando-se de dados mensais. A partir de suas análises, concluiu que o evento é capaz de influenciar no processo de formação de preços. O mesmo não pôde ser afirmado em relação à inclusão da divulgação de pareceres técnicos de auditores independentes.

Procianoy e Antunes (2001) investigaram como decisões de investimento, por meio da variação do ativo permanente e do ativo imobilizado, afeta os preços das ações. A data do evento foi considerada a data da entrega das demonstrações à CVM (Comissão de Valores Mobiliários). A janela do evento foi estabelecida em 11 dias, sendo cinco antes e cinco depois da data zero. Encontraram retornos anormais significativos, concentrados principalmente após o evento no segundo, terceiro e quarto dia. Os resultados evidenciaram uma relação entre as variações dos ativos e a variação do valor do preço das ações. Concluíram que a expectativa de geração futura de fluxos de caixa está diretamente relacionada à reação dos investidores. Caso as perspectivas da variação dos ativos sejam de uma geração negativa dos fluxos futuros, a reação dos investidores será negativa; caso os investimentos gerem expectativas de fluxos de caixas positivos, a reação é positiva.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1 Referencial Teórico**

Camargos e Barbosa (2003b) afirmam que a metodologia de estudo de eventos por meio de um método de cálculo de “retornos normais” determina um padrão para a identificação das anormalidades dos retornos dos títulos. Esse padrão estima os retornos dos títulos que seriam esperados caso o evento não houvesse ocorrido. Por meio da diferença entre o retorno fornecido pelo modelo e o retorno real observado no período de análise, observa-se se o evento influenciou o comportamento dos retornos das ações.

Conforme Soares *et al* (2002), uma vez que é decidida a realização de um estudo de eventos, inicialmente faz-se necessária a definição de qual é o evento a ser estudado e quando exatamente esse evento ocorre. Após esse processo, determina-se a *janela do evento*, que é o período em que os preços dos títulos das empresas serão analisados, contendo intervalos de tempo considerados relevantes para a verificação de alterações. Nesses intervalos inclui-se um período anterior com o intuito de observar se houve “vazamento” de informações privilegiadas, e um período posterior ao dia do evento uma vez que as modificações ocasionadas pelo evento podem ser verificadas algum tempo após o anúncio.

De acordo com Camargos e Barbosa (2003b) a definição da janela de evento apresenta um certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador. Essa não deve ser muito extensa para não haver a possibilidade de englobar outros eventos, viesando o resultado, nem muito curta, podendo não ser capaz de captar as anormalidades nos preços.



**FIGURA.1: Linha de tempo de um Estudo de Eventos**

Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares(2002) *apud* Camargos e Barbosa (2003b).

A amostra relacionada ao evento na qual irá realizar-se a pesquisa deve ser escolhida de acordo com critérios estabelecidos. Essa escolha pode estar relacionada a diversos fatores como ramo da atividade, base de dados, empresas afetadas pelo evento, entre outros.

A janela de estimação, que está ilustrada na Figura 1, representa o conjunto de dados que é utilizado para calcular os retornos normais. Retorno normal é o retorno esperado caso o evento não houvesse ocorrido. Geralmente utiliza-se o período anterior à janela de evento. A adição ou exclusão de períodos próximos ao do evento na janela de estimação pode interferir nos resultados, uma vez que períodos próximos ao do evento podem possuir anormalidades devido ao vazamento de informações privilegiadas. Já o objetivo da janela de comparação é analisar se os retornos regressaram à normalidade.

O retorno anormal será dado pelo retorno real obtido pelo título  $R_{it}$  subtraído do retorno normal esperado  $E(R_{it})$ , dado  $X_t$  que é a informação condicionante para o modelo de performance normal. Para calcular-se o retorno anormal, portanto, é necessário estimar o retorno normal previamente. Para uma ação  $i$ , e data do evento  $t$ , pode-se definir o retorno anormal ( $AR_{it}$ ) como mostra a expressão

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t) \quad (1)$$

É importante que, na fase do cálculo dos retornos anormais, defina-se a hipótese nula e a técnica de agregação de retornos anormais de firmas individuais que será empregada.

Camargos e Barbosa (2003b) afirmam que as técnicas de agregação dos retornos anormais tornam-se necessárias em razão da dificuldade existente em prever a exata data em que o mercado recebeu as informações do evento. Assim, acumulam-se os retornos anormais nos dias posteriores ao evento estudado.

A acumulação dos retornos anormais no período posterior ao evento pode levar a uma melhor análise dos seus efeitos, uma vez que fornece informações acerca da trajetória seguida pelos retornos em um período de tempo mais significativo para fins de análise. A acumulação dos retornos do mesmo título, ao longo do tempo, pode ser dado pela fórmula:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

Onde  $t_1$  e  $t_2$  são os períodos de acumulação dos retornos anormais que se localizam entre as janelas do evento. Para analisar o efeito geral nos títulos individuais pode-se obter uma média dos retornos anormais dos títulos. Seu cálculo, em uma amostra com N

observações, é dado pela seguinte fórmula:

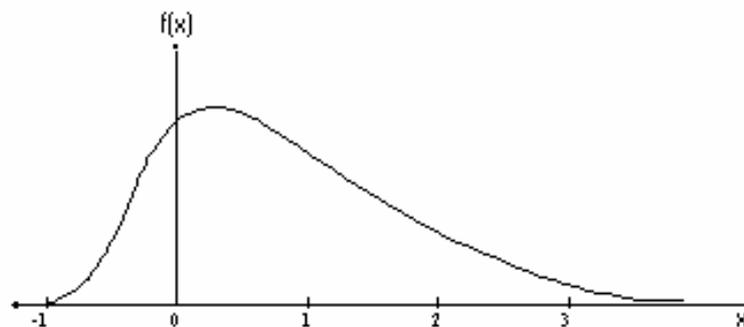
$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n CAR(t_1, t_2) \quad (3)$$

Quando se utiliza da metodologia do Estudo de Eventos em amostras pequenas é necessário ser cauteloso com empresas que destoam muito da amostra, para que os resultados não sejam influenciados por algumas empresas (*outliers*). Além dos resultados básicos obtidos de tal procedimento, pode-se proceder com a apresentação de diagnósticos. Os resultados empíricos devem conter interpretações teóricas sobre como os eventos afetam o preço e retornos dos títulos.

O cálculo dos retornos das ações pode se dar por meio de duas formas de capitalização: pela forma discreta ou logarítmica. Na forma discreta considera-se que as informações chegam em momentos distintos, seu cálculo é dado por:

$$r = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (4)$$

Sendo  $P_t$  e  $P_{t-1}$ , os preços da ação em  $t$  e em  $t-1$ , respectivamente. Uma vez que o preço de uma ação nunca será negativo, os retornos das ações atingirão um valor negativo somente quando o preço da ação  $P$  no período  $t-1$  ( $P_{t-1}$ ) for maior que preço dessa mesma ação no período  $t$  ( $P_t$ ). Nesse caso os retornos permanecerão entre o intervalo de valores entre  $-1$  e  $0$  nunca atingindo um valor abaixo de  $-1$ . Todavia, quando  $P_t$  superar  $P_{t-1}$ , os resultados poderão apresentar infinitos valores positivos, provocando uma distribuição assimétrica. Graficamente, tem-se a seguinte representação:



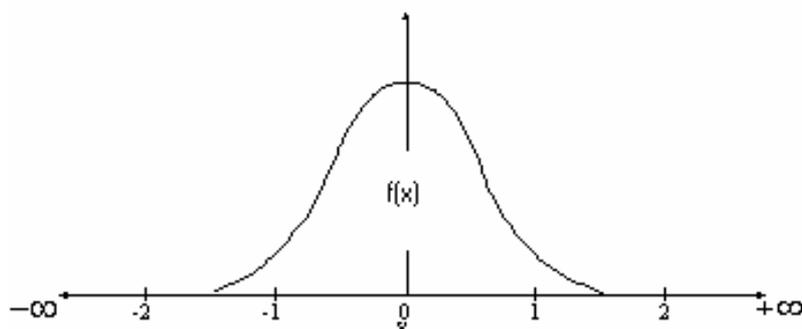
**FIGURA 2 – Distribuição Assimétrica dos Retornos Discretos**

Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares(2002) *apud* Camargos e Barbosa (2003b).

Na forma logarítmica considera-se que a chegada de informação se dá de modo contínuo, sem intervalos de tempo. Seu cálculo é dado por:

$$r = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad \text{ou} \quad r = \ln P_t - \ln P_{t-1} \quad (5)$$

Sendo  $P_t$  e  $P_{t-1}$ , preços da ação em  $t$  e em  $t-1$ , respectivamente. Na Figura 3 representa-se a distribuição logarítmica, onde  $f(x)$  é a frequência e  $x$  é o retorno. O modelo logarítmico por ser simétrico é considerado por muitos o mais indicado, uma vez que se aproxima da distribuição normal. Tal distribuição é exigida nos testes estatísticos paramétricos, da maioria dos modelos econométricos que envolvem os retornos.



**FIGURA 3 – Distribuição Logarítmica dos Retornos**

Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno e Soares(2002) *apud* Camargos e Barbosa (2003b).

Maynes e Rumsey *apud* Barbosa e Camargos (2003b), com o objetivo de solucionar possíveis problemas de negociações infrequentes, com títulos de baixa liquidez, recomendam a utilização do processo “*trade-to-trade*” que desconsidera dias que não sejam úteis (sem negociação) assim como as taxas de retornos observadas.

De acordo com Vieira e Procianny (1998) a taxa de retorno de cada empresa  $J$  para o dia  $t$ , após um intervalo  $i$  decorrido desde a última negociação calculada de acordo com o procedimento “*trade-to-trade*” se dá da seguinte maneira:

$$R_{j,it} = \ln\left(\frac{P_{jt}}{P_{j(t-i)}}\right) \quad (6)$$

Usualmente os modelos de determinação de retornos normais são divididos em duas subcategorias: os modelos estatísticos e os modelos econômicos. Modelos estatísticos obedecem pressupostos estatísticos enquanto os modelos econômicos obedecem além de pressupostos estatísticos, restrições econômicas.

Soares, Rostagno e Soares (2002) inspirados no estudo realizado por Kloeckner (1995) em condições simuladas semelhantes ao mercado brasileiro testaram a capacidade de detecção de anormalidades entre diversos modelos existentes. Por meio desse estudo os autores concluíram que é indiferente a escolha entre os modelos de determinação de retornos normais, destacando um desempenho ligeiramente superior do modelo ajustado ao risco e ao mercado em relação aos demais.

O Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado, por se tratar de um modelo estatístico, assume os pressupostos de que os retornos dos ativos são multivariados, independentes e, identicamente distribuídos ao longo do tempo. Tal modelo admite que os retornos anormais das ações são observados pela divergência dos retornos individuais efetivamente ocorridos em relação ao retorno do portfólio do mercado, calculados por um modelo de fator simples. Os coeficientes  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  são obtidos a partir do método dos mínimos quadrados. Assim, os retornos normais serão obtidos pela seguinte fórmula:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

O cálculo do retorno anormal será dado respectivamente por:

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (8)$$

Por levar em conta o risco específico de cada firma, o modelo ajustado

ao risco e ao mercado mostra-se mais sofisticado que o índice ajustado do mercado, o qual utiliza um índice comum, correndo o risco de subestimar ou superestimar o resultado.

### 3.2 Amostra selecionada e data dos anúncios dos eventos

Grande parte das empresas de capital aberto não apresenta uma liquidez para suas ações que seria desejada para realização de estudos como o realizado com base na metodologia do Estudo de Eventos. A inclusão de tais empresas poderia provocar dificuldades adicionais no emprego da metodologia, além de provocar vieses nos resultados finais.

O índice Ibovespa retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA com a finalidade básica de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Em termos de liquidez as ações integrantes da carteira teórica do Índice Ibovespa correspondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificado no mercado à vista. (Bovespa, 2006)

Frente às limitações de liquidez e a concentração da operação na Bovespa as ações que compõe o Ibovespa representa uma amostra bastante representativa do mercado de capitais brasileiro. Desse modo o presente estudo considerou adequada à seleção de ações das empresas que apresentaram prejuízos e que compunham o índice Ibovespa. Assim, a amostra foi formada por 40 eventos (apresentação de prejuízos), de 22 companhias de capital aberto.

**Tabela 1-Data da Divulgação das Empresas da Amostra**

<b>Empresa</b>	<b>Data de Divulgação</b>	<b>Empresa</b>	<b>Data de Divulgação</b>
ACESITA	22/3/2001	LIGHT	26/3/2003
CESP	22/3/2001	NET	29/3/2003
LIGHT	22/3/2001	SABESP	19/3/2003
NET	6/3/2001	SID NACIONAL	26/3/2003
TELE LEST CL	5/2/2001	TELE LEST CL	17/2/2003
ACESITA	9/8/2002	TELEMAR	21/3/2003
CESP	22/6/2002	TELE LEST CL	17/2/2003
LIGHT	16/4/2002	TELESP CL PA	18/2/2003
NET	29/7/2002	TRACTEBEL	14/3/2003
TELESP CL PA	11/3/2002	USIMINAS	28/3/2003
ACESITA	25/3/2003	BRASIL TELEC	19/3/2004
BRASKEM	10/3/2003	LIGHT	11/3/2004
CELESC	14/4/2003	NET	20/4/2004
CEMIG	22/4/2003	TELE LEST CL	29/4/2004
COPEL	25/4/2003	TELESP CL PA	17/2/2004
ELETROPAULO	26/3/2003	CESP	26/3/2003
EMBRTTEL PAR	17/3/2003	EMBRTTEL PAR	23/3/2005
IPIRANGA PET	31/3/2003	LIGHT	18/4/2005
ITAUBANCO	30/9/2003	NET	23/3/2005
KLABIN	25/2/2003	TELESP CL PA	21/2/2005

Fonte: Resultados da Pesquisa

O período de análise englobou o período em que foram divulgadas demonstrações financeiras referentes aos exercícios de 2000 a 2004. Tal seleção justifica-se pelo propósito de realizar uma análise de períodos mais recentes refletindo de forma mais fidedigna a realidade e o estágio atual de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Cabe ressaltar, que o período de coleta dos dados das empresas que compõe o Ibovespa realizou-se no primeiro semestre de 2005, dessa forma as empresas selecionadas que apresentaram prejuízos podem diferir das que compõe atualmente o índice, uma vez que a carteira teórica do índice sofre sucessivas alterações ao longo dos dias de negociação na bovespa.

A janela de estimação foi composta por 50 dias de negociação na bovespa. Já a janela do evento foi composta por 11 dias, cinco dias anteriores e cinco posteriores ao evento. A forma de cálculo dos retornos das ações foi a fórmula logarítmica devido as suas vantagens já expostas em relação à forma discreta.

#### **4. RESULTADOS E DISCUSSÃO**

Estabelecido o modelo ajustado ao risco e ao mercado como o método para o cálculo dos retornos anormais realizou-se regressões por meio do método dos mínimos quadrados para os dados da janela de estimação, entre os retornos do Ibovespa e os retornos dos títulos a fim de se estabelecer os retornos esperados caso o evento não tivesse ocorrido. Nessa fase do cálculo, duas empresas apresentaram o coeficiente angular  $\beta$  não significativos estatisticamente, sendo excluídas da amostra. A Tabela 2, apresenta os parâmetros do modelo de mercado das equação(s) estimadas para a amostra analisada.

Como é possível observar no quadro, as empresas que não apresentaram o coeficiente  $\beta$  significativo foram a Eletropaulo Metropolitana e Tele Leste Celular, nos anos de 2002 e 2000 respectivamente ao nível de significância de dez por cento.

Apenas quatro equações apresentaram coeficientes lineares significativos, ao nível de 10%. Todavia, os coeficientes lineares por apresentarem valores baixos interferem pouco resultado. Desse modo, optou-se por permanecer com tais coeficientes na equação de retorno normal com objetivo de manter os cálculos fiéis ao modelo ajustado ao risco e ao mercado.

A hipótese testada foi de que o evento prejuízo no exercício não surtiria impacto nos preços e retornos das empresas. Já a hipótese alternativa era a de que esse tipo de evento é significativo e impacta na percepção dos investidores quanto à empresa em questão, levando os a adaptarem suas decisões de investimento e composição de portfólios.

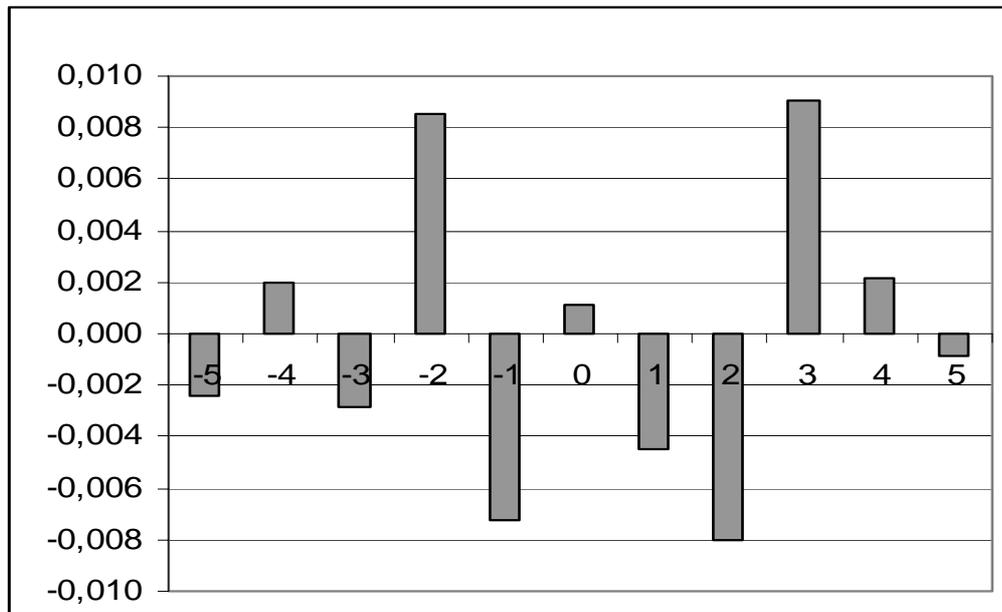
Os resultados obtidos não foram capazes de rejeitar a hipótese de não relevância das demonstrações financeiras. Os retornos das ações não explicados pelo mercado sofreram alterações após o anúncio do evento para a maioria das empresas.

**Tabela 2-Parâmetros da Regressão para o Cálculo do Retorno Normal.**

Empresa	$\beta$	Valor de Probabilidade	$\alpha$	Valor de Probabilidade	$R^2$
ACESITA2000	1,1268	0,0000	-0,0008	0,7711	0,5981
ACESITA2001	0,6898	0,0001	0,002	0,5888	0,2864
ACESITA2002	0,9349	0,0000	0,0041	0,2532	0,3285
BRASILTEL2003	0,8271	0,0000	0,0008	0,7469	0,5917
BRASKEM2002	1,3984	0,0000	-0,0039	0,3357	0,431
CELESC2002	0,6906	0,0001	-0,0031	0,2735	0,2888
CEMIG2002	1,2365	0,0000	-0,0016	0,6488	0,4515
CESP2000	1,1237	0,0000	0,0057	0,0839	0,4844
CESP2001	1,2731	0,0000	0,0024	0,4221	0,5291
CESP2002	1,4296	0,0000	-0,0001	0,9776	0,4546
COPEL2002	1,1563	0,0000	0,0022	0,4097	0,5652
ELETROPAULO2002	-0,143	0,6555	-0,0031	0,5912	0,0042
EMBRATEL2002	2,2475	0,0000	-0,0004	0,9406	0,5447
EMBRATEL2004	1,7087	0,0000	-0,004	0,2594	0,5623
IPIRANGA2002	0,6378	0,0023	-0,004	0,2602	0,1775
ITAUBANCO2002	0,655	0,0012	0,0003	0,9168	0,1992
KLABIN2002	0,7385	0,0000	0,0019	0,4924	0,317
LIGHT2000	1,0886	0,0000	-0,0028	0,4651	0,3945
LIGHT2001	0,5731	0,0143	-0,0046	0,2368	0,1186
LIGHT2002	0,9872	0,0011	-0,0114	0,0308	0,2016
LIGHT2003	1,1405	0,0000	-0,0081	0,1051	0,3529
LIGHT2004	1,0069	0,0000	-0,003	0,3032	0,3985
NET2000	1,5272	0,0000	-0,0057	0,0251	0,7612
NET2001	1,69	0,0002	-0,0077	0,3799	0,2526
NET2002	1,8297	0,0000	-0,0087	0,0243	0,615
NET2003	1,1907	0,0001	-0,0003	0,9587	0,2676
NET2004	1,2744	0,0002	0,0048	0,3486	0,2594
SABESP2002	0,9553	0,0000	-0,0013	0,6719	0,3847
SIDNACIONAL2002	0,3571	0,0741	0,0036	0,3244	0,0649
TELELEST2000	0,0895	0,7364	0,0008	0,8901	0,0024
TELELESTE2002	1,1997	0,0001	-0,0011	0,8201	0,2854
TELELESTE2003	0,803	0,0001	-0,0038	0,3530	0,2836
TELELESTE2004	0,9141	0,0002	-0,0071	0,0280	0,257
TELEMAR2002	1,2671	0,0000	0,0004	0,7922	0,818
TELESP2003	1,3301	0,0000	0,0029	0,4990	0,4358
TELESPCEL2001	1,1659	0,0000	-0,0022	0,3304	0,6705
TELESPCEL2002	1,5211	0,0000	-0,0036	0,3527	0,4887
TELESPCL2004	1,2641	0,0000	-0,0003	0,8969	0,4951
TRACBEL2002	0,6213	0,0027	-0,0026	0,4582	0,1729
USIMINAS2002	0,678	0,0001	0,002	0,4598	0,2865

Fonte: Resultado da Pesquisa

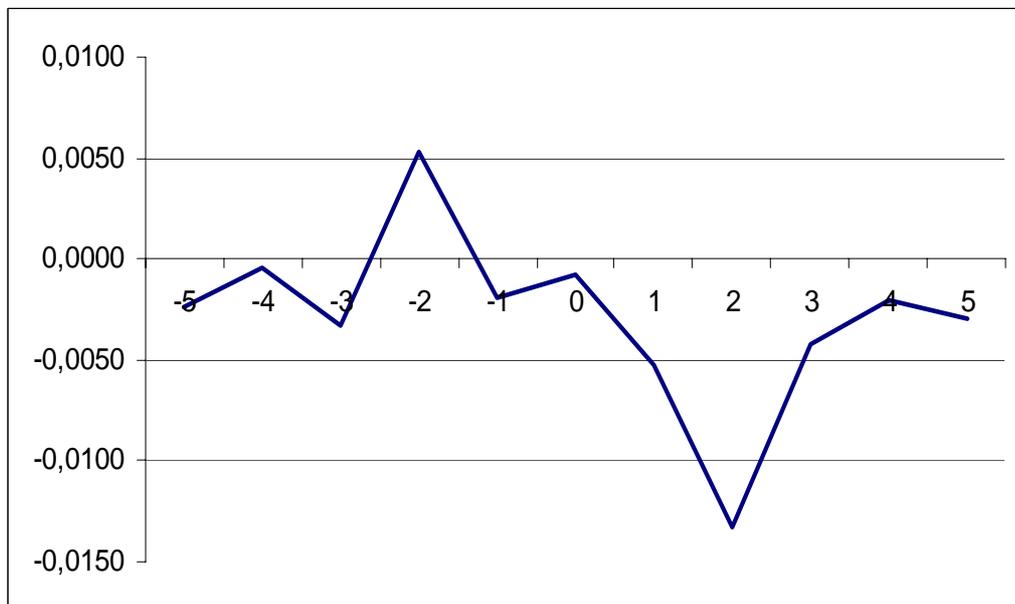
Ao se analisar média dos retornos anormais de todas as empresas é possível perceber que, de maneira geral o evento apresentou-se significativo, provocando uma queda imediata nos retornos das empresas, observando-se uma recuperação no terceiro dia após o evento, conforme se pode observar na figura 4, a seguir.



**FIGURA 4: Retornos Anormais Médios**

Fonte: Resultados da Pesquisa

Acumulando-se os retornos, torna-se possível visualizar de modo mais nítido a reação negativa do mercado à divulgação de prejuízos, evidenciando uma forte queda nos retornos no período posterior ao evento. A Figura 5 mostra esse resultado.



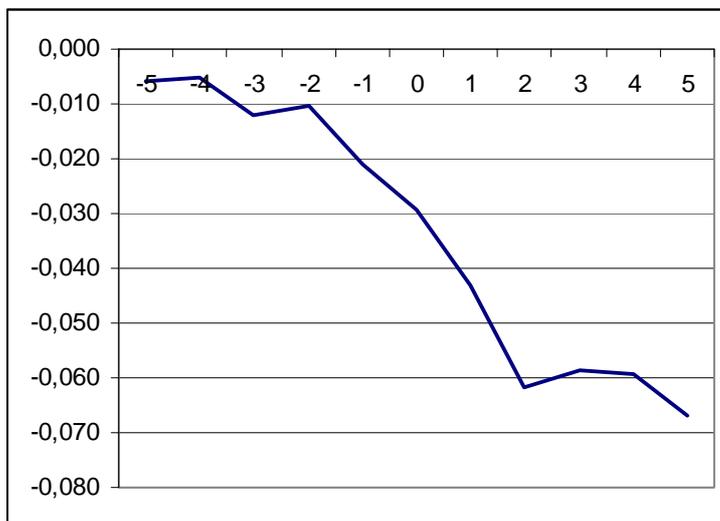
**FIGURA 5: Retornos Anormais Acumulados Médios**

Fonte: Resultados da Pesquisa

Na análise do comportamento individual das empresas da amostra foi possível detectar que algumas apresentaram comportamento destoante do geral. As variações evidenciaram três tipos de comportamentos distintos. Desse modo, a amostra total das empresas foi subdividida em três sub-amostras.

A primeira, e mais representativa foi composta por vinte e três, das trinta e oito empresas, estas apresentaram o comportamento esperado, ou seja, no exato dia do anúncio de prejuízo houve uma queda no nível dos retornos anormais acumulados, seja apresentando uma

queda após um período de crescimento, seja acentuando a queda que já estava presente nos retornos. Como mostra o gráfico a seguir.

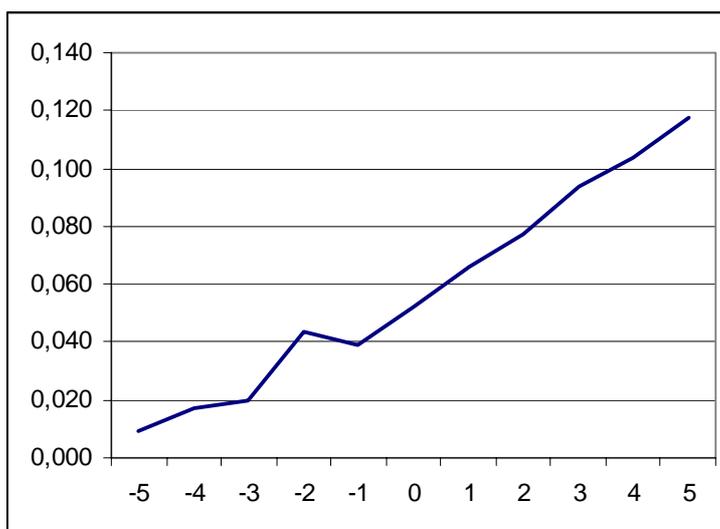


**FIGURA 6: Retornos Anormais Acumulados Médios (sub-amostra 1)**

Fonte: Resultados da Pesquisa

A partir do comportamento apresentado no gráfico dos retornos médio dos retornos acumulados dessa sub-amostra é possível perceber claramente a acentuada queda dos retornos na data zero e no primeiro e segundo dia subsequentes. Ou seja, para essas empresas após a chegada do anúncio de prejuízos ocorreu uma queda significativa dos retornos das ações.

Em um grupo composto por treze empresas da amostra, foi possível detectar um aumento dos retornos das ações após o anúncio do prejuízo, ou uma suavização da queda que já vinha ocorrendo nos dias anteriores ao evento. É possível supor que devido ao mau desempenho durante o exercício os investidores esperavam desempenho inferior ao que de fato ocorreu, gerando reações positivas do mercado, frente ao anúncio de prejuízos por parte das empresas.

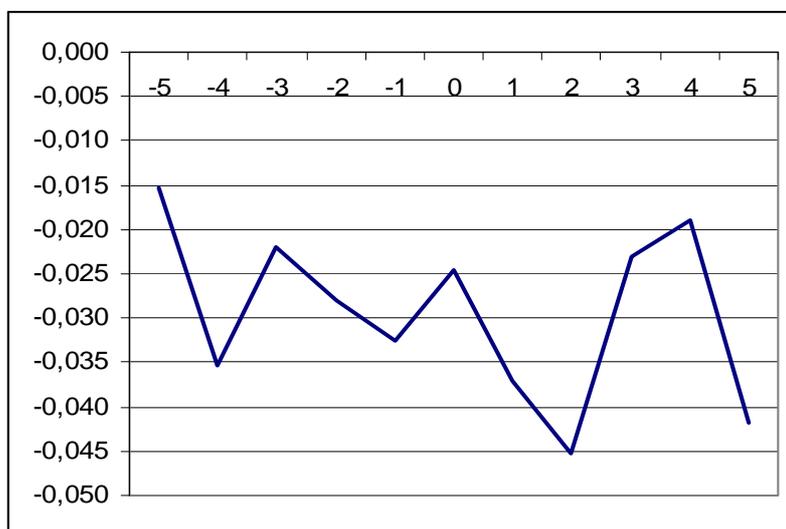


**FIGURA 7: Retornos Anormais Acumulados Médios (sub-amostra 2)**

Fonte: Resultados da Pesquisa

Para duas empresas não foi possível detectar uma alteração significativa no comportamento do mercado ao evento, permanecendo na tendência anterior ao evento ou

apresentando um comportamento aleatório. Esse comportamento, conforme a Figura 7, sugere que para essas empresas e para o mercado, a divulgação das demonstrações financeiras anuais não agregou conteúdo informativo. Ou seja, sugere que o mercado já havia, por algum outro mecanismo, ou fonte de informação, antecipado e precificado os resultados negativos (prejuízos) que seriam apresentados por esse grupo de empresas.



**FIGURA 8: Retornos Anormais Acumulados Médios (sub-amostra 3)**

Fonte: Resultados da Pesquisa

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou investigar o papel da contabilidade financeira para o processo de tomada de decisões. A contabilidade como fonte de informações deve sempre buscar garantir a qualidade e a utilidade das informações emanadas. Desse modo, observa-se a necessidade da ampliação do número de pesquisas empíricas, com base em métodos estatísticos econométricos para avaliar o real proveito dessas informações para os agentes, no mercado de crédito e de capitais.

Nesse sentido, o objetivo do presente estudo foi investigar a reação do mercado frente a anúncios de prejuízos por parte das empresas de capital aberto no Brasil. Para tal, foram coletadas as datas de apresentação das demonstrações contábeis junto à CVM, assim como as cotações de tais empresas nos períodos próximos aos eventos. O período estudado abrangeu os pregões em que as demonstrações foram divulgadas, referentes aos exercícios de 2000 a 2004.

Por meio da metodologia do Estudo de Eventos foi possível identificar uma reação geral negativa do mercado, frente ao anúncio de prejuízos conforme a hipótese adotada no trabalho. O comportamento apresentado pelas empresas evidenciou três grupos distintos, com reações divergentes do mercado de capitais.

No primeiro grupo, e mais significativo, houve uma queda no nível geral dos preços e retornos das ações, indicando que o mercado reagiu às informações negativas presentes nas demonstrações (prejuízos). Na segunda sub-amostra o mercado reagiu positivamente, sugerindo que possivelmente os agentes esperassem resultados piores por parte das empresas. Desse modo, o prejuízo real apresentado pelas empresas pode ter sido inferior ao especulado pelo mercado. Na última sub-amostra o comportamento dos retornos das ações não foi influenciado pela apresentação das demonstrações financeiras, sugerindo que as informações já haviam sido antecipadas pelos agentes, e sido precificadas no valor dos títulos no mercado

acionário.

Para futuros estudos, sugere-se pesquisas aplicadas a diversos outros eventos que ocorram com certa frequência nos mercados de capitais utilizando a metodologia do Estudo de Eventos. Dentre eles pode-se exemplificar: as fusões e/ou aquisições, os anúncios de dividendos, das bonificações, dentre entre outros. O entendimento dos efeitos desses eventos no mercado financeiro aumentará a gama de informações dos gestores e investidores para controle dos riscos a que estão sujeitos, e para seus processos de decisões.

Enfatiza-se a necessidade contínua de novos trabalhos em mercados emergentes, uma vez que especificidades dos mercados emergentes como a inflação e a instabilidade política e econômica podem levar a resultados discrepantes dos obtidos por pesquisas já tradicionais em mercados desenvolvidos. Além disso, a comparação do resultado desses eventuais estudos com os realizados em mercados desenvolvidos pode auxiliar uma melhor compreensão do processo de formação dos preços e dos retornos.

Ainda nesse sentido, sugere-se a realização de novas pesquisas que utilizem dados amostrais mais a utilização de mecanismos para determinar em que extensão os anúncios de prejuízos já era esperado pelo mercado, seja por previsões de analistas, seja devido ao comportamento apresentado pela empresa nos exercícios anteriores.

## 6. REFERÊNCIAS

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Ibovespa**. São Paulo 2006; Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>, Acesso em: 05 de Junho de 2006.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. **Measuring security price performance**. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 3, set. 1980;

CAMARGOS, M. A e BARBOSA, F.V; **Teoria e Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 1, janeiro/março 2003a;

CAMARGOS, M. A e BARBOSA, F.V; **Estudo de eventos: teoria e operacionalização**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 3, jul-set 2003b;

FREIRE, H.V.L; ZATTA, F.N; DALMÁCIO, F.Z ;LOUZADA,L.C ;NOSSA,V; **Dividendos e Lucros Anormais: Um Estudo nas Empresas Listadas na BOVESPA**. Revista. Contabilidade & Finanças. –São Paulo, USP,n. 39, p. 47 – 67, Set./Dez. 2005

LAMOUNIER, Wagner. M.; NOGUEIRA, Else. M. **Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos**. II Seminário de Gestão De Negócios UniFae. Outubro de 2005. Disponível em <[http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCientífica/iniciacao\\_01.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCientífica/iniciacao_01.pdf)> Acesso em: 15 de Abril de 2006.

LEITE, H.; SANVICENTE, A.Z. **Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional**. Revista de Administração de Empresas, São Paulo: FGV, v. 30, n. 3, jul-set. 1990;

LOPES, Alexsandro B. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. Pioneira Thomson Learning, 2002.

MENDES, P.C.M. **Preços Setoriais x Índice de Preço por Atacado: Possíveis implicações da Correção Monetária das Demonstrações Financeiras no período de 1995 a 2001**. Brasília. 132p. Dissertação (Mestrado - Universidade Federal de Brasília) 2003. Disponível

em: <[http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/dissertacoes/mest\\_dissert\\_012.pdf](http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/dissertacoes/mest_dissert_012.pdf)>. Acesso em: 13 de Maio de 2006.

PROCIANOY, J. L.; ANTUNES, M. A. **Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.** in: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, xxv. Campinas: ANPAD, set. 2001;

SCHIEHLL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações.** In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, XX. Angra dos Reis: ANPAD, set. 1996;

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal.** In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, xxvi. Salvador: ANPAD, set. 2002;

VIEIRA, K. M.; PROCIANOY, J. L. **Reação do mercado a *stock splits* e *stock dividens*: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez.** In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, XXII. Foz do Iguaçu: ANPAD, set. 1998;