

Os Múltiplos Efeitos dos Componentes do Valor Patrimonial sobre o Preço das Ações de Companhias Abertas Brasileiras

LEONARDO CUNHA DA SILVA

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA-USP)

TATIANA ALBANEZ

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA-USP)

Resumo

A relação entre o valor patrimonial e o preço das ações vem sendo amplamente discutida, e em especial, um dos seus componentes: o lucro líquido. Entretanto, os demais elementos do patrimônio líquido e do lucro também podem fornecer informações relevantes ao mercado. Além disso, o tamanho da empresa e a antecipação dos resultados pelo mercado podem influenciar nessa problemática, devendo ser consideradas como variáveis de controle na referida discussão. Assim, busca-se analisar tais prerrogativas e verificar seu impacto sobre o preço das ações de 131 companhias abertas brasileiras, no período 2004-2013. Para tanto, os componentes do valor patrimonial, bem como a variação dos referidos efeitos e variáveis de controle (tamanho e antecipação) foram utilizados como variáveis explicativas do preço das ações das empresas. Para tratamento dos dados utilizou-se a técnica de análise de dados em painel. Como principais resultados, encontra-se que a segregação do valor patrimonial em componentes aumenta o seu poder explicativo sobre o valor de mercado das companhias, em maior medida para as pequenas empresas. Neste grupo, observou-se um maior nível de antecipação dos resultados pelo mercado entre um e dois anos, diferente das grandes empresas, em que o mercado limitou-se a informação do ano corrente. Ademais, constatou-se que a maneira como o resultado contábil foi formado é mais relevante na análise das pequenas empresas, em contrapartida, a destinação deste é mais importante na análise das grandes. Ainda, a influência do aumento de capital teve importância considerável. Desta forma, as prerrogativas iniciais se confirmaram. Portanto, este trabalho amplia e traz novas concepções para a discussão da relevância da informação contábil no mercado de capitais nacional, trazendo uma análise mais detalhada dos múltiplos efeitos dos componentes do valor patrimonial sobre o valor das companhias, tema de suma importância e ainda pouco estudado na literatura da área.

Palavras chave: Relevância Contábil, Valor Patrimonial, Preço das Ações.

1. INTRODUÇÃO

A problemática de relacionar variáveis contábeis com o valor de mercado das empresas foi inicialmente abordada por Ball e Brown (1968), que evidenciaram que os retornos anormais e os lucros anormais das empresas listadas na Bolsa de Nova York estavam intimamente relacionados.

Este trabalho seminal, que comprovou a relação entre o comportamento do mercado de capitais e a contabilidade, foi o grande motivador de várias outras pesquisas, como a de May (1971) e Foster (1975). Porém, Lev (1989) colocou em dúvida estas evidências, apresentando diversos trabalhos internacionais que evidenciavam o baixo poder explicativo dos lucros para o mercado (Tse, 1989; Bernard e Thomas, 1989; 1990).

Diante deste cenário, diversos autores buscaram compreender esta evidência, sendo possível citar duas grandes razões ou deficiências dos trabalhos realizados: limitar o conteúdo informacional da contabilidade e não levar em conta os diversos efeitos que podem alterar esta relação.

A primeira razão se concentra na premissa de que o mercado não reage exclusivamente ao lucro contábil, por existirem outras variáveis contábeis relevantes. Nesse sentido, é possível se destacar os trabalhos de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995), que comprovam que o patrimônio e os lucros anormais são fatores explicativos do valor das empresas. Esta abordagem é relevante e alinha-se com os resultados de Collins *et al.* (1997), em que o poder explicativo dos lucros se reduziu nos quarenta anos anteriores; na medida em que o do patrimônio aumentou. Ainda, entende-se que o patrimônio possui outros componentes que são informativos, como as reservas de lucros e os dividendos.

Desta forma, um dos componentes do valor patrimonial, o lucro líquido, pode ser desmembrado em receitas e despesas. Como foi verificado por Swaminathan e Weintrop (1991) e Ertimur *et al.* (2003), o mercado reage mais fortemente a receitas e despesas acima do previsto do que a lucros. No mercado brasileiro ainda há poucos trabalhos sobre o tema, com destaque para Dantas (2005) e Santos e Lustosa (2008). Estes trabalhos verificaram o relacionamento entre variáveis contábeis que compõem o resultado e o valor de mercado das companhias e, em sua maioria, constataram que estas se apresentam relevantes para o mercado.

A segunda razão está relacionada aos efeitos que alterariam o relacionamento entre as informações contábeis e a reação do mercado, sendo eles, principalmente: tamanho da empresa e antecipação do mercado. O tamanho da empresa, como Chaney e Jeter (1992) apontaram, impacta os coeficientes informacionais das variáveis contábeis e, segundo Collins *et al.* (1997), seria a causa da maior relevância do patrimônio líquido frente aos lucros e aumentaria a antecipação destes pelo mercado.

Outro efeito seria a antecipação dos lucros: o mercado estaria prevendo o conteúdo informacional contábil. Posteriormente, Beaver, Lambert e Morse (1980) reiteraram esta questão, afirmando que os preços das ações incorporam informações a respeito dos lucros futuros. Desta forma, os lucros assimilam de forma atrasada as informações já contidas nos preços das ações, evidência empírica que criou a hipótese “*Price Leads Earnings*”. Na tentativa de adequação da hipótese ao mercado de capitais nacional, surgiram alguns trabalhos, dentre eles: Galdi e Lopes (2008), Sales (2011) e Santos, *et al.* (2013). Tais trabalhos analisaram a relação de causalidade entre lucro contábil e preço das ações e em quanto tempo o mercado estaria antecipando os lucros.

Dado este cenário, julga-se necessário integrar os temas descritos em uma análise conjunta. Portanto, este trabalho busca investigar a seguinte questão de pesquisa: qual a influência dos componentes do valor patrimonial sobre o preço da ação das companhias?

Dada a questão de pesquisa levantada, o presente trabalho tem com objetivo principal analisar a relevância dos componentes do patrimônio líquido sobre o preço das ações de companhias abertas brasileiras no período 2004-2013, de forma integrada. Ainda, como objetivos específicos, busca-se verificar como o mercado reage aos componentes do valor patrimonial considerando o tamanho da firma e o efeito antecipação. Sendo assim, reúnem-se duas análises que ainda não foram exploradas em conjunto. Desse modo, levantam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

Hipótese 1: Os componentes do valor patrimonial afetam o preço das ações das companhias;

Hipótese 2: O impacto dos componentes do valor patrimonial sobre o preço depende dos fatores Tamanho e Antecipação.

As hipóteses levantadas serão analisadas por meio de modelos de dependência e da técnica de análise de dados em painel. Assim, espera-se contribuir para a literatura da área, visto que será realizada uma análise integrada dos aspectos mencionados, e para os agentes do mercado de capitais ao evidenciar quais os impactos de variáveis contábeis sobre o preço das ações das empresas, de suma importância para o processo de tomada de decisão por parte destes agentes, alocação eficiente de capital e otimização de sua riqueza.

O artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2, apresenta-se o referencial teórico que será o alicerce para a pesquisa. Na seção 3, descreve-se a amostra utilizada, as variáveis e os procedimentos metodológicos que foram empregados. Na seção 4, apresentam-se os resultados obtidos e a análise dos mesmos. Por fim, na seção 5, apresentam-se as conclusões e considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A importância e limitações do Lucro Líquido no Mercado de Capitais

A busca da relação entre variáveis contábeis e o mercado teve como ponto de partida, no contexto internacional, o trabalho de dois pesquisadores australianos, Ball e Brown (1968), verificaram que os lucros contábeis possuem potencial relevância na precificação pelos agentes de mercado. Os autores chegaram às seguintes conclusões principais: (i) o anúncio agrega valor informativo ao mercado; (ii) os retornos anormais se ajustam gradualmente ao período analisado; e (iii) há uma tendência nos preços que se prolonga após o anúncio contábil (*post-earnings announcements drift*). Posteriormente, semelhantes resultados foram encontrados por May (1971), Foster (1975) e Beaver, Lamber e Morse (1980).

Mas, à medida que os trabalhos na área progrediram, alguns autores começaram a questionar o poder explicativo dos lucros para o mercado. Um dos mais relevantes foi o de Lev (1989), que analisou diversos trabalhos internacionais, entre 1980 e 1988, e concluiu que na média o poder explicativo dos lucros contábeis ficou em torno de 5%. Logo, o papel dos lucros na previsão dos retornos teria uma baixa contribuição. Segundo o autor, podem ser citadas algumas evidências: (i) falhas metodológicas na previsão e análise dos resultados; e (ii) o nível de eficiência de cada mercado.

Posteriormente, inspirados por Lev (1989), os autores Strong e Walker (1993) investigaram as companhias industriais do Reino Unido e estudaram o efeito do lucro contábil sobre a variação do retorno das ações, concluindo que o poder explicativo do lucro sobre o preço fica bem próximo do evidenciado anteriormente por Lev (1989). Isto se deve, segundo os pesquisadores, às práticas contábeis adotadas. Bem como, Freeman e Tse (1989) e Bernard e Thomas (1989,1990) reiteraram que os preços correntes não refletem o conteúdo

informacional dos lucros. No Brasil, Lopes (2001, p. 90) afirma que “o resultado contábil é relevante, mas possui baixo poder explicativo”.

Os autores internacionais foram decisivos no campo da relevância contábil, por colocarem em xeque a importância dos lucros para o mercado. Logo, diversos pesquisadores buscaram entender quais os motivos do baixo poder explicativo dos lucros para o mercado. Diante destes achados, é possível supor que há duas razões que poderiam levar os modelos a esta reação do mercado a cerca da informação contábil: (1) não levar em conta todo o potencial informativo; e (2) desconsiderar diversos efeitos que podem alterar substancialmente o nível informacional.

2.2 A relevância do Patrimônio Líquido e seus componentes

A primeira grande razão (1) assume que o mercado busca avaliar diversas métricas contábeis, a fim de precificar o ativo. Desta forma, não se pode atestar o poder informativo da contabilidade mediante poucas variáveis. Assim, quanto mais detalhada e rica a informação, maior será a sua utilidade para o mercado.

Seguindo esta linha, o trabalho de Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995) foi inovador ao criar um modelo de avaliação de empresas que buscou integrar variáveis contábeis e ligá-las ao valor de mercado. Admitindo que as alterações do patrimônio líquido sejam ocasionadas pela incorporação do resultado do exercício e a distribuição de dividendos, o modelo tem como base o patrimônio líquido e os lucros anormais a valor presente (lucro contábil como alicerce). Lopes (2001) adaptou o modelo de Ohlson (1995) para avaliar as empresas brasileiras, entre 1995 e 1999, e concluiu que há uma boa aderência. Porém, destaca que o poder explicativo concentra-se no patrimônio líquido e não no lucro. Esta abordagem está alinhada com as descobertas que o patrimônio é mais informativo que o lucro líquido, fato este evidenciado por Collins *et al.* (1997), ao estudar a relevância dos lucros e patrimônio líquido de diversas empresas americanas nos 40 anos anteriores. Collins *et al.* (1997) concluiu que: (i) a relevância de ambas as variáveis não diminuiu; (ii) houve a transferência de utilidade dos lucros para patrimônio líquido; e (iii) tal mudança foi ocasionada pela maior presença de prejuízos (menor relevância), tamanho da empresa e maior participação de ativos intangíveis. No mercado brasileiro, houve a contribuição de Matucheski e Almeida (2006) que estudaram empresas listadas na Bovespa, entre 2000 e 2005, e chegaram às mesmas conclusões dos autores internacionais.

Pode-se entender também a relevância do valor patrimonial pelo fato de englobar o lucro líquido e ainda possuir outros elementos potencialmente informativos, como as reservas de lucros e dividendos. Nesse sentido, Aleksanyan (2006) estudou empresas não financeiras, entre 1987 e 2005, e constatou que as reservas possuem maior relevância que os lucros. Já a relevância dos dividendos encontra-se inconclusiva, segundo Loss e Sarlo (2003), havendo apenas hipóteses: Hipótese da Sinalização, Hipótese do Agenciamento e Hipótese da Preferência Tributária e o Efeito Clientela. Desta forma, esta variável será usada com elemento do valor patrimonial, porém não com a pretensão de encerrar esta discussão.

Ainda o lucro, entendido como componente fundamental do patrimônio líquido, pode ser decomposto em receitas e despesas. Desta forma, como apontado por Santos e Lustosa (2008, p.92), “[...] é possível concluir que o conteúdo informacional do lucro contábil, na verdade, seria constituído, em grande parte, pelo conjunto das informações dos seus componentes, ou seja, o conteúdo informacional do lucro depende do conteúdo informacional dos seus componentes.”

Alguns estudos, como Lee e Zumwalt (1981) verificaram que tanto os lucros quanto as receitas tem relevância para o mercado. Swaminathan e Weintrop (1991) e Ertimur *et al.*

(2003) sugerem que as reações do mercado a receitas inesperadas são significativamente mais expressivas do que as despesas inesperadas. Jegadeesh e Livnat (2006) encontraram resultados próximos, mas foram além ao identificar que o fenômeno “*post-earnings announcements drift*”, evidenciado por Ball e Brown (1968), é positivamente correlacionado com as receitas acima do esperado, em maior magnitude dos que os lucros.

Gu *et al.* (2006) apontou que há maior persistência do nível explicativo dos lucros quando este é motivado por receitas inesperadas, ao invés das despesas. Segundo os autores, a justificativa da relevância das receitas esta relacionada ao fato de que: (i) estas constituem tanto os lucros quanto os fluxos de caixa; (ii) as receitas servem como indicador de persistência da companhia e performance futura; e (iii) as receitas servem para avaliar a qualidade dos lucros divulgados.

No mercado brasileiro há poucos trabalhos que avaliaram o impacto de variáveis contábeis, além do lucro líquido. Como exemplo, Dantas (2005) verificou o impacto positivo da alavancagem operacional para o mercado, entre o segundo trimestre de 2001 e o terceiro trimestre de 2004, e conclui que esta é relevante. Por outro lado, Santos e Lutosa (2008) buscaram investigar os retornos mediante a avaliação das receitas e despesas, por meio de informações trimestrais das empresas listadas na Bovespa, do período entre junho de 2000 a junho de 2007. Os pesquisadores chegaram à conclusão que as variações de receita não se mostraram significantes, ao contrário das variações das despesas. Nesta mesma linha, Santos, Lutosa, Silva e Kouadio (2009), com uma amostra de 90 empresas listadas na BOVESPA, entre janeiro de 1999 a março de 2008, avaliaram o impacto das divulgações de variações positivas e negativas de receitas e despesas, porém, não verificaram retornos anormais significativamente distintos de antes da divulgação.

2.3 Múltiplos efeitos de impacto na relação entre valor patrimonial e valor de mercado

A segunda razão (2), como mencionado inicialmente, reside no fato da relação entre as variáveis contábeis e o valor de mercado estarem sujeitos a diversos efeitos, como a técnica estatística utilizada, as janelas de tempo, níveis de eficiência de mercado e outros. O presente trabalho tem especial atenção a dois efeitos: tamanho da empresa e antecipação do mercado, por possuírem contundente impacto, de acordo com Collins *et al.* (1997).

Como apontado por Atiase (1985) e Freeman (1987), apontaram que a correlação da informatividade dos lucros contábeis com o preço da ação está intimamente relacionada ao tamanho das empresas. Segundo estes autores, quanto maior a companhia, maior o poder explicativo. Posteriormente, Chaney e Jeter (1992) ratificaram que os coeficientes de informatividade aumentam com o tamanho da empresa. Collins *et al.* (1997) afirma que um dos motivos seria a superioridade informacional do patrimônio sob os lucros.

Outro efeito seria a antecipação, ou seja, há uma dissincronia entre os retornos correntes e as variáveis contábeis, segundo Collins *et al.* (1997). Assim sendo, o mercado tende a prever as informações contábeis futuras no momento presente. Desta forma, como evidenciado por Kothari (1992) e Kothari e Zimmerman (1995), os retornos atuais já haveria incorporado estas informações, somente a parcela inesperada desta seria incorporada no período corrente. Isto provocaria forte reação do mercado e posterior adequação deste. Beaver, Lambert e Morse (1980) apontaram que o lucro contábil exibe uma resposta defasada em relação ao preço, logo este último possui a superioridade informacional.

Diante dessa evidência, criou-se a hipótese conhecida com “*Price Lead Earnings*”. Posteriormente, Collins *et al.* (1987) e Freeman (1987) descobriram que este fenômeno tem maior relevância nas grandes empresas do que nas pequenas. Ayers e Freeman (2000) chegaram a resultados semelhantes, tanto considerando o tamanho da empresa em específico

como por tamanho da indústria. Além disso, este efeito tamanho torna-se incremental quanto maior a participação institucional na composição acionária e cobertura dos analistas.

Alguns trabalhos nacionais buscaram verificar esta hipótese, com destaque para Galdi e Lopes (2008), que pesquisaram o relacionamento de longo prazo entre o lucro e o preço das ações, de diversas empresas da América Latina, entre 1995 a 2005. Galdi e Lopes (2008) constataram que, apesar de haver uma relação significativa, não havia substancial causalidade entre estas. Também verificou-se que o mercado antecipa o lucro contábil em pelo menos um ano. Ademais, Sales (2011) investigou o mercado brasileiro, no período entre 2001 a 2009, e descobriu que o mercado antecipa do final do exercício em janeiro e continua reajustando-o posteriormente a divulgação deste. Em adição, Santos, Mol, Anjos e Santiago (2013) pesquisaram, à luz da hipótese do “*Price Lead Earnings*”, os resultados trimestrais de 205 empresas entre 1999 e 2012, buscando examinar se o mercado brasileiro antecipa os lucros e descobriram que há antecipação de pelo menos oito trimestres à frente.

Com base nos pressupostos teóricos e evidências empíricas apresentadas, em perspectiva histórica, pode-se entender que há um aumento da relevância da informação contábil quando há melhor entendimento das suas diversas variáveis, bem como quando os múltiplos efeitos de tamanho e antecipação são destacados. Portanto, com a combinação destas duas prerrogativas busca-se neste trabalho avaliar se o valor patrimonial afeta o preço das ações, e ainda se os fatores de tamanho e antecipação têm impacto nesta relação.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra

A amostra, utilizada neste trabalho compreende a todos as empresas brasileiras pertencentes à BMF&BOVESPA. Os dados coletados referem-se ao período de 2004 a 2013, utilizando-se o banco de dados Economatica. Após este procedimento, foram utilizados filtros que visam eliminar empresas que não possuam demonstrações contábeis ao longo de todos os anos e presença em pelo menos 50% dos pregões do período. Assim, apenas as classes de ações com maior liquidez foram selecionadas, pelo fato de necessitar do patrimônio líquido e seus componentes no maior número de períodos possível. Ainda, o segundo filtro confere o mínimo de liquidez para o mercado realizar sua formação de preços ao longo do tempo. A amostra totalizou 131 empresas dos mais diversos setores. Desta forma, observa-se o uso de um método de amostragem não-probabilístico. Por conseguinte, os resultados encontrados não poderão ser extrapolados para a população, mas, exclusivamente, para a amostra considerada.

3.2 Definição Teórica e operacional das variáveis

3.2.1 Variável Dependente

A variável dependente escolhida foi o preço de fechamento das ações (P_0), ajustado por proventos (excluindo dividendos e juros sobre capital próprio), segundo cálculo fornecido pela base Economatica. Optou-se por utilizar o preço de fechamento ajustado por proventos, pelo fato de uma das variáveis independentes do modelo ser os dividendos e também para haver comparabilidade histórica dos preços das ações das companhias.

3.2.2 Variáveis Independentes

Dado que objetivo deste trabalho é verificar a relevância dos elementos do valor patrimonial para o mercado é necessário evidenciá-los. Desse modo, de acordo com a Lei nº 6.404/76, com redação alterada pela Lei nº 11.941/09, o Patrimônio Líquido é constituído por:

Capital Social, Reservas de Capital, Reservas de Lucros, Lucros/Prejuízos Acumulados, Ajustes de Avaliação Patrimonial, Ajustes Acumulados de Conversão e Outras Resultados Abrangentes.

Contudo, pelo escopo do trabalho, há a escolha de dois itens: Capital Social e Reservas de Lucros. O primeiro item, por ser o capital integralizado pelos acionistas e possuir grande participação no patrimônio líquido. A opção de omitir as “Reservas de Capital” pelo fato serem destinadas, na maioria dos casos, a aumento do capital. Por conseguinte, se transformarão em capital social no futuro. O segundo item é relevante na medida em que será o destino dos lucros retidos. Este montante servirá, sobretudo, para as decisões de investimento da companhia.

Ainda haverá atenção a rubrica “Lucros/Prejuízos Acumulados” que é o destino do resultado do exercício e será aglutinada ao segundo item, sob o nome único de “Reservas de Lucros” (RL). Pelo fato, pela Lei nº 6.404/76, se o saldo da rubrica for positivo será incorporado às reservas de lucros. Por outro lado, se for negativo haverá a incorporação caso haja saldo positivo nas reservas, do contrário permanecerá na rubrica. Isto posto, apesar de estarem em contas distintas, tem o mesmo significado econômico de retenção.

Assim, o resultado do exercício que não for destinado para as reservas de lucros deverá ser distribuído como dividendos. Logo, a diferença entre o lucro líquido e os dividendos será a parcela retida. À vista disso, será necessário ajuste no componente Reserva de Lucros, pois esta parcela já está neste e também será evidenciada no modelo. Assim sendo, haveria dupla contagem. Portanto, a fim de evitar tal ocorrência, haverá a sua subtração da Reserva de Lucros. Diante destas colocações, o modelo preliminar é descrito pela equação:

$$VPA = LPA - DPA + KPA + RLPA(1)$$

Em que *VPA* é o Valor Patrimonial por Ação, *LPA* é o Lucro Líquido por Ação, *DPA* é o Dividendo por Ação, *KPA* é o Capital Social por Ação e *RLPA* é a Reserva de Lucros por Ação. Optou-se por esta forma a fim de tornar comparáveis os componentes com o preço da ação.

O próximo passo, com objetivo de incrementar o conteúdo informacional, é segregarmos o lucro líquido em receitas, custos e despesas líquidas. Este procedimento resultará no modelo final de pesquisa sendo:

$$VPA = (RPA - CPA - DSPA) - DPA + KPA + RLPA(2)$$

Em que *RPA* é a Receita por Ação, *CPA* é o Custo por Ação, *DSPA* é a Despesa Líquida por Ação, *DPA* é o Dividendo por Ação, *KPA* é o Capital Social por Ação e *RLPA* é a Reserva de Lucros por Ação. Por fim, estes são os componentes do valor patrimonial e por consequência as variáveis explicativas.

3.2.3 Variáveis de Controle

a) Tamanho

O impacto das variáveis independentes será verificado de acordo com o tamanho das empresas. A métrica para medir tamanho escolhida foi o valor do Ativo Total de 2013, em detrimento da Receita Líquida Operacional que pode estar relacionada com variável independente *RPA*. Esta métrica servirá para estabelecer a mediana da amostra, dividindo-a em dois grupos: pequenas e grandes empresas.

b) Defasagem de Tempo

A fim de verificar a antecipação do mercado à cerca dos componentes do Valor Patrimonial por Ação foi utilizada uma defasagem de t a $t - 3$ períodos em todas as variáveis independentes. Defasagens que estão em consonância de Santos *et al.* (2013).

3.3 Tratamento dos dados

Dadas às características e dimensão da amostra (corte transversal e séries temporais), optou-se pela metodologia de análise de dados em painel. Há dois métodos principais de estimação de modelos de dados em painel: métodos de efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA). Desta maneira, o modelo de efeitos fixos considera particularidade dos indivíduos, na medida em que permite que o intercepto (α_i) varie corte transversal (ou indivíduo), porém mantêm constantes os coeficientes (fixos) angulares entre estes. Tal procedimento permite captar as diferenças que não variam com o tempo. Nesta lógica há a suposição que haja uma correlação arbitrária entre efeito não observado α_i e variáveis independentes (x_{it}). Esta modelagem pode ser escrita da seguinte forma:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + u_{it}, t = 1, 2, \dots, T$$

Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios supõe-se que α_i não esteja correlacionado com x_{it} ao longo do tempo. Este pressuposto permite deixar α_i no termo de erro composto (v_{it}). Portanto, a equação pode ser escrita como:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + v_{it}$$

Em que: $v_{it} = \alpha_i + u_{it}$; β_0 é o intercepto; β_k é o coeficiente angular da reta de regressão.

A utilização de ambos os modelos trazem benefícios. No caso do modelo de efeitos fixos: a análise profunda da diferença entre os indivíduos; não é enviesado quando há correlação entre α_i e x_{it} ; e apresenta melhores resultados quando a amostra não é tão representativa da população. Já o modelo de Efeitos Aleatórios é mais eficiente, por perder menos graus de liberdade e incorporar diferenças individuais no componente de erro (u_i).

Desse modo, a fim de decidir qual modelo será mais apropriado será avaliado a característica que diferencia um modelo de outro. Por conseguinte, será avaliado se há associação entre os fatores não observados (α_i) e as variáveis independentes (x_{it}). Para tanto, aplica-se o teste de Hausman, tem como hipótese nula que $Cov(\alpha_i, x_{it}) = 0$ e hipótese alternativa que $Cov(\alpha_i, x_{it}) \neq 0$. Desta forma, a aceitação da primeira hipótese implica no uso do modelo de efeitos aleatórios, já da segunda no de efeitos fixos. Em outras palavras, será testada a diferença entre os coeficientes dos EF e EA não é sistemática. No caso de não haver diferença estatística significativa, a escolha do modelo de efeitos aleatórios será mais apropriada, por ser mais eficiente. Entretanto, caso esta diferença torne-se significativa o modelo de efeitos fixos será mais adequado. Dada à possibilidade de existência de heterocedasticidade dos resíduos, ainda que reduzida pela técnica utilizada, optou-se pela correção de White (1980) dos desvios-padrão dos coeficientes. Já a possível existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas será analisada por meio da correlação entre elas.

O poder explicativo (R^2) que será evidenciado, não obstante, haverá especial atenção aos coeficientes angulares que atestarão a relevância informacional que os acionistas atribuem para cada componente. Dado os autores já discutidos há expectativas a cerca da relação que os componentes do valor patrimonial terão em relação ao preço das ações. Os elementos do resultado são de se esperar o mesmo sentido dos sinais dos coeficientes angulares para ambos

os grupos, mas não em mesma magnitude, bem como o de capital social. Já os componentes de dividendos e reservas de lucros, esperam-se sinais opostos entre os grupos. Possui-se a mesma perspectiva de sinais já apontados para todos os períodos. Estas relações estão evidenciadas no quadro abaixo:

Quadro 1 - Relação esperada entre as variáveis explicativas e o preço da ação das companhias

Variável	Descrição Resumida	Relação Esperada	
		Pequenas	Grandes
Receitas	RPA	Positiva	Positiva
Custos	CPA	Negativa	Negativa
Despesas Líquidas	DSPA	Negativa	Negativa
Dividendos	DPA	Negativa	Positiva
Capital Social	KPA	Positiva	Positiva
Reservas de Lucros	RLPA	Positiva	Negativa

Em relação ao impacto das variáveis explicativas, Dividendos e Reserva de lucros, sobre o preço da ação é possível esperar um comportamento oposto entre pequenas e grandes empresas. Isto porque o mercado entenderia a grande retenção de lucros seria orientada para grandes projetos de investimento da empresa, por consequência haveria menor distribuição de dividendos. Por outro lado, dado que os projetos já estão maduros, ocorreria o oposto.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A análise descritiva das variáveis dependente e independentes é apresentada na Tabela 1. Verifica-se que há valores extremos para algumas variáveis, pelo fato de terem sido escalonadas pelo número de ações. Pode-se observar a grande amplitude e desvio-padrão, sobretudo, da *RPA*, *DSPA* e *RLPA*. Ainda, é interessante entender que todas as variáveis aparentemente deveriam ser positivas, contudo *RPA*, *CPA*, *DSPA* e *RLPA* não são.

As receitas explicam-se pelo montante das reduções da receita bruta ser superior à própria receita bruta, resultando em receita líquida negativa. Já dos custos, por contar com instituições financeiras na amostra, que revertem suas provisões de credores de liquidação duvidosos (PCLD) neste grupo. Ainda as despesas líquidas, por terem resultados positivos em grande montantes nas seguintes contas: Outras Receitas Operacionais, Equivalência Patrimonial, Receitas Financeiras e Imposto de Renda Diferido. Por último, temos as reservas de lucros, que por terem sido aglutinadas à rubrica “Lucros/Prejuízos Acumulados”, tem prejuízos que ainda serão absorvidos. Tais fatores acima alterariam o sinal destas variáveis.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas

Variável	Nº de Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
Po	1599	0,000	710,000	14,720	34,209
RPA	1600	-0,154	99260,560	82,489	2481,450
CPA	1600	-0,002	472,588	13,832	33,822
DSPA	1600	-23,025	120830,600	81,826	3020,724
DPA	1730	0,000	17,670	0,511	1,221
KPA	1598	0,000	249,104	6,997	14,743
RLPA	1598	-29247,310	78,856	-19,253	731,965

Notas: P_0 é o Preço da Ação. RPA é a Receita por Ação. CPA é o Custo por Ação. DSPA é a Despesa Líquida por Ação. DPA é o Dividendo por Ação. KPA é o Capital Social por Ação. RLPA é a Reserva de Lucros por Ação.

Também buscou-se analisar a matriz de correlação entre as variáveis dependente e explicativas. A mesma não foi evidenciada, mas está à disposição do leitor caso seja de interesse. Não foram verificadas altas correlações (acima de 70%) entre as variáveis explicativas, o que reduz a ocorrência de problemas de multicolinearidade, os quais também são mitigados pela técnica estatística utilizada.

Na análise a seguir, os resultados estão divididos em dois grupos: pequenas e grandes empresas. O critério utilizado foi R\$ 4,43 bilhões de Ativo Total, resultando em 66 empresas no grupo de pequenas (abaixo deste valor) e 65 no grupo das grandes (acima deste valor). Nas tabelas de resultados foram evidenciados os coeficientes angulares para cada variável; este consiste no principal parâmetro de relevância para o mercado.

Primeiramente, busca-se investigar a relevância do valor patrimonial como um todo e, posteriormente, contrastá-lo com a utilidade de seus componentes, visando verificar o ganho informacional oferecido por cada um deles. Desse modo, os resultados da relevância do valor patrimonial, como um todo, são apresentados na Tabela 2 para cada defasagem e por tamanho de empresa.

Tabela 2 – Análise do efeito do valor patrimonial sobre o preço da ação das empresas

Tamanho	Lag	VPA	p-val	p-val (W)	Constante	p-val	p-val (W)	R ²	Modelo
Pequenas	t	0,396	0,000	0,001	10,573	0,000	0,001	0,58%	EA
	t-1	0,547	0,000	0,092	9,312	0,000	0,000	3,87%	EA
	t-2	0,571	0,000	0,089	9,409	0,000	0,000	4,06%	EA
	t-3	0,574	0,000	0,030	9,811	0,000	0,000	2,76%	EA
Grandes	t	0,945	0,000	0,001	6,899	0,000	0,016	23,80%	EF
	t-1	0,550	0,000	0,017	11,891	0,000	0,000	9,71%	EA
	t-2	0,430	0,000	0,008	14,072	0,000	0,000	6,05%	EA
	t-3	0,000	0,325	0,000	18,861	0,000	0,000	0,17%	EA

Notas: EF (efeitos fixos); EA (efeitos aleatórios); p-val: nível de significância do coeficiente para regressão com efeito fixo ou aleatório; p-val (W): nível de significância do coeficiente para regressão com efeito fixo ou aleatório e correção para heterocedasticidade pelo método de White. Lag: defasagem de tempo. R²: coeficiente de explicação do modelo.

Mediante a análise da tabela 2 é possível constatar que o mercado parece antecipar, pela magnitude dos coeficientes, o valor patrimonial do grupo das pequenas empresas em pelo menos três anos. Já no grupo das grandes, a maior relevância encontra-se no ano corrente aos dos preços. Uma justificativa para esta última conclusão seria a antecipação do mercado neste grupo via trimestres. Ainda, pode-se concluir que o poder explicativo do valor patrimonial do segundo grupo é maior em relação ao primeiro, exceto em $t - 3$. No âmbito geral, observa-se uma crescente de antecipação do grupo das pequenas em contraponto a uma queda de antecipação do grupo das grandes. Desta forma, verifica-se que, pela avaliação do valor patrimonial total, há uma tendência pela maior antecipação ao longo dos períodos do primeiro grupo em relação ao segundo.

A próxima análise, pautada na decomposição do valor patrimonial, é apresentada na Tabela 3, a seguir. Para melhor visualização, optou-se por desmembrar a tabela em duas partes. Nesta análise mais detalhada nota-se que há incremento informacional, em ambos os grupos, da transição do valor patrimonial para seus elementos. Dado que pode ser verificado

pela evolução da média do poder explicativo, do período de t a $t - 3$, de 2,82% para 39,56% para o grupo das pequenas empresas e de 9,93% para 16,88% para o grupo das grandes. A causa seria o aumento de variáveis, componentes, e a maior relevância destes. Este resultado está em linha com a afirmação de Santos e Lustosa (2008) para o lucro líquido, de que o seu conteúdo informacional dependeria de seus componentes.

Tabela 3 – Análise do efeito dos componentes do valor patrimonial sobre o valor das empresas

Tamanho	Lag	RPA	p-val	p-val (W)	CPA	p-val	p-val (W)	DSPA	p-val	p-val (W)	DPA	p-val	p-val (W)
Pequenas	t	1,085	0,000	0,242	-0,980	0,001	0,428	0,719	0,000	0,279	-4,857	0,000	0,018
	t-1	3,418	0,000	0,000	-3,401	0,000	0,000	-0,969	0,000	0,011	-3,176	0,002	0,030
	t-2	3,450	0,000	0,001	-3,561	0,000	0,001	-1,103	0,000	0,003	-0,019	0,987	0,994
	t-3	2,657	0,000	0,000	-2,838	0,000	0,000	-0,944	0,000	0,004	1,571	0,295	0,159
Grandes	t	1,244	0,000	0,005	-1,105	0,000	0,008	-1,150	0,000	0,003	2,743	0,000	0,045
	t-1	0,710	0,000	0,132	-0,616	0,000	0,165	-0,676	0,000	0,117	2,303	0,000	0,074
	t-2	0,592	0,000	0,110	-0,486	0,000	0,158	-0,558	0,000	0,099	0,176	0,728	0,863
	t-3	0,217	0,009	0,226	-0,141	0,061	0,380	-0,195	0,006	0,173	0,024	0,962	0,978

Tamanho	Lag	KPA	p-val	p-val (W)	RLPA	p-val	p-val (W)	Constante	p-val	p-val (W)	R ²	Modelo
Pequenas	t	3,718	0,000	0,003	1,669	0,000	0,004	-17,148	0,000	0,025	54,89%	EF
	t-1	2,602	0,000	0,003	1,157	0,000	0,004	-13,257	0,000	0,074	53,13%	EF
	t-2	1,420	0,000	0,018	0,625	0,000	0,021	-4,811	0,005	0,395	33,98%	EF
	t-3	0,822	0,011	0,042	0,339	0,029	0,053	2,665	0,190	0,465	16,23%	EF
Grandes	t	1,072	0,000	0,000	0,651	0,000	0,022	2,748	0,000	0,180	38,54%	EF
	t-1	0,615	0,000	0,003	0,456	0,000	0,017	9,003	0,000	0,000	16,83%	EA
	t-2	0,416	0,000	0,061	0,382	0,000	0,035	12,645	0,000	0,000	9,79%	EF
	t-3	-0,025	0,706	0,781	-0,071	0,184	0,005	17,317	0,000	0,000	2,36%	EF

Notas: EF (efeitos fixos); EA (efeitos aleatórios); *p-val*: nível de significância do coeficiente para regressão com efeito fixo ou aleatório; *p-val (W)*: nível de significância do coeficiente para regressão com efeito fixo ou aleatório e correção para heterocedasticidade pelo método de White. *Lag*: defasagem de tempo. *R²*: coeficiente de explicação do modelo.

Pela análise da tabela 3, verifica-se que no grupo das pequenas empresas, mediante a magnitude dos coeficientes, que o mercado antecipa em pelo menos dois anos os componentes do valor patrimonial. Tal nível de antecipação alinhado com os achados de Santos *et al.* (2013). Sendo que o preço da ação reage mais fortemente um ano antes ($t - 1$) a divulgação das informações contábeis, pelo fato da soma das magnitudes dos componentes ser a maior observada entre os períodos t a $t - 3$.

Ainda ao examinar os elementos do resultado contábil observa-se que os sinais dos coeficientes estão de acordo como esperado, exceto as despesas no período t . É possível inferir que receitas e custos têm importância muito próxima, porém, ambos são mais relevantes que as despesas líquidas. Além disso, verifica-se que, ao longo do período, os custos tornam-se mais relevantes que as receitas. Estas assertivas podem ser explicadas pela maior alavancagem operacional, característica das pequenas empresas. Esta conclusão corrobora com o estudo de Dantas (2005) que assegurou o impacto e relevância da do grau de alavancagem operacional sob o retorno das ações, com poder explicativo a 10% com modelo de efeitos fixos.

Os demais componentes do valor patrimonial obtiveram sinais de coeficiente conforme esperado, exceto os dividendos em $t - 3$, que não possui significância estatística ao nível de

5%. Deste modo, constata-se que os dividendos têm sinal negativo em todos os períodos, exceto em $t - 3$. Em outras palavras, os agentes de mercado entenderiam que a grande distribuição de dividendos seria desfavorável para o atual estágio da empresa, pelo fato deste grupo incorporar a maior parte do lucro líquido nas reservas de lucros e destiná-lo a projetos de expansão. Isto explicaria o sinal positivo notado nas reservas de lucros, uma das fontes de financiamento via capital próprio. Este resultado dialoga com Aleksanyan (2006), que encontrou igual relevância no mercado norte-americano. Porém, a principal fonte seria o capital social, dado que a magnitude dos coeficientes deste componente, em relação às reservas, é superior em todos os períodos. Este aspecto é explicado pela necessidade que as firmas desse porte têm de injeção de capital, para suprir suas necessidades de capital de giro.

Ao prosseguir na análise, neste momento para o grupo das grandes empresas, os agentes de mercado antecipam em maior magnitude os componentes no próprio ano, período t . Possivelmente a antecipação ocorreria de acordo com informações trimestrais divulgadas. Tal pressuposto é corroborado pelos resultados de Sales (2011) no mercado nacional.

Além disso, ao examinar os elementos do resultado contábil, atenta-se que a relevância das receitas são superiores aos custos e despesas líquidas, em todos os períodos. Esta evidência é justificada pela consolidação da participação de mercado das grandes empresas. Este resultado está em consonância com as conclusões de Swaminathan e Weintrop (1991), Ertimur *et al.* (2003) e Gu *et al.* (2006), sobre o destaque das receitas ser motivado por indicador de persistência operacional e melhor qualidade dos lucros deste grupo. Além disto, pode-se verificar que as despesas líquidas têm um papel mais significativo que os custos, em todos os períodos. Tal resultado pode ser explicado pelo acompanhamento dos agentes a cerca da eficiência das despesas como fonte de lucratividade, uma vez que não é mais possível haver corte de custos.

Ademais, ao avaliar os outros componentes (dividendos, capital social e reservas de lucros), nota-se que os sinais dos coeficientes estão de acordo com o esperado, à exceção das reservas de lucros que se supunha ser negativa (isto porque se acreditava desfavorável reter os lucros gerados, o que não se confirmou), bem como do capital social no período $t - 3$, porém este não possui significância estatística ao nível de 5%.

Na análise dos dividendos e reservas de lucros, observa-se que os dividendos têm sinal positivo, em todos os períodos, e as reservas na maioria. Esta inferência pode significar que os projetos de expansão não demandem tanta retenção dos lucros, nas reservas, e seja possível distribuir um montante maior de dividendos, dado que a magnitude dos coeficientes desta última variável é superior ao das reservas, no período de maior antecipação t . No entanto, o financiamento, via capital próprio, mais relevante, é o capital social e não as reservas de lucros, prerrogativa confirmada pela superioridade no nível dos coeficientes do capital social na maioria dos períodos. Tal fato, nas grandes empresas, poderia ser dado pelo aporte de capital orientado para grandes projetos de investimento.

Por fim, irá se explorar as diferenças entre os dois grupos, a fim de verificar suas particularidades. A princípio, pode-se reparar que o nível geral dos componentes, ao longo dos períodos, dos grupos das pequenas empresas é bem superior a das grandes. A observação significa que o mercado antecipa os componentes do valor patrimonial em maior escala para as pequenas empresas.

Este indício de antecipação dos componentes alinha-se com as conclusões para o lucro líquido de Beaver, Lambert e Morse (1980), Freeman e Tse (1989), Bernard e Thomas (1989,1990), Kothari (1992), Kothari e Zimmerman (1995), que indicaram que os preços correntes não refletiriam o conteúdo informacional dos lucros por este já estar refletido no mercado. Porém, no período e amostra analisados, opõem-se as afirmativas de Atiase (1985),

Freeman (1987), Chaney e Jeter (1992), Collins *et al.* (1997) e Ayers e Freeman (2000), que assinalaram que os coeficientes de informatividade e antecipação aumentavam de acordo com o tamanho da empresa.

No último tocante, as evidências apresentadas sinalizam que os investidores antecipam com maior relevância os componentes em um ano para as pequenas empresas, e em menor magnitude em dois anos. Já para as grandes, o maior nível de antecipação ocorreria por trimestres, visão esta que vem complementar os trabalhos de Galdi e Lopes (2008) e Santos, *et al.* (2013), que demonstraram que o nível de antecipação do mercado para o lucro líquido seria em pelo menos um e dois anos. Todavia, as afirmações destes autores possivelmente fariam referência à antecipação do grupo das pequenas empresas, pela maior presença destas na amostra que consideraram como sendo o mercado.

Além disso, para melhor entendimento dos grupos, podem-se dividir os elementos do valor patrimonial em três seções: Formação do Resultado, Destinação do Resultado e Aumento de Capital, sendo que, na primeira seção, estariam contidas as receitas, custos e despesas líquidas; na segunda, dividendos e reservas de lucros; e, na terceira, capital social. Além disso, a relevância de cada seção é dada pela magnitude do coeficiente angular dos componentes dela pertencentes em relação à soma das magnitudes de todos os componentes.

Sendo assim, nos períodos de maior antecipação de cada grupo, $t - 1$ para pequenas e t para as grandes, constata-se que para o primeiro grupo, na seção de formação de resultado, verifica-se 52,90% da relevância total contra 43,93% para o segundo, conclusão que sugere que a maneira como o resultado contábil é formado, para o mercado, é mais relevante considerando pequenas empresas, neste grupo, há maior atenção às receitas e custos. Ademais, conforme a companhia cresce de tamanho, ocorre a transferência de importância dos custos para as despesas líquidas.

Na segunda seção, destinação do resultado formado, apura-se 29,43% da relevância total para as pequenas empresas contra 42,61% para as grandes. Desse modo, para o grupo das grandes, a opção de reter ou distribuir o resultado auferido é quase tão relevante quanto a sua formação. Diante disto, os investidores entendem que é mais importante a sua distribuição.

Já na terceira seção, aumento de capital, percebe-se 17,67% da relevância total para as pequenas empresas contra 13,46% para as grandes. Em outras palavras, o aporte de capital tem relevância próxima, apesar de terem motivações distintas.

Finalmente, é possível inferir que o poder explicativo (R^2) nos períodos de maior antecipação das pequenas e grandes empresas, são de 53,13% e 38,54%, respectivamente, resultado este que contraria Atiase (1985) e Freeman (1987), que mostraram que para o lucro líquido, o poder explicativo do grupo de pequenas empresas seria menor que o das grandes.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo investigar a relevância dos componentes do valor patrimonial, considerando os efeitos (tamanho e antecipação), sobre o preço das ações de companhias abertas brasileiras no período de 2004 a 2013.

Dentre os resultados encontrados, destaca-se o aumento do poder explicativo da decomposição do valor patrimonial como um todo para seus componentes. Este aumento mostrou-se mais expressivo para pequenas empresas e em menor medida para as grandes. Portanto, esta segregação é pertinente para os acionistas.

No grupo das pequenas empresas, constatou-se que o nível de antecipação de maior importância foi de um a dois anos. Ao examinar os elementos formados do resultado contábil,

apurou-se que as receitas e os custos têm relevâncias próximas, e ambos são mais relevantes que as despesas líquidas, o que se deve a alavancagem operacional. Já em relação aos demais componentes, a distribuição de dividendos se mostrou desfavorável para os investidores em contrapartida as reservas de lucros. Este elemento de financiamento via capital próprio, as reservas de lucros, revelou-se menos importante do que o capital social. Julga-se que o aumento de capital, para o grupo de pequenas empresas, pode servir para a administração do capital de giro.

Já no grupo das grandes empresas, verificou-se que o próprio ano corrente é o mais relevante para os agentes de mercado. Assim, julga-se que a antecipação ocorre mediante a divulgação das informações trimestrais, sendo o ajuste de preços delimitado ao próprio ano. Averiguou-se que a atenção às receitas é superior aos custos e despesas líquidas em todos os períodos, pelo fato do mercado se preocupar com a participação de mercado alcançada pela empresa e se não será conquistada por outros concorrentes. Além disso, a consideração do mercado a respeito das despesas líquidas é maior do que a respeito dos custos em todos os períodos, fato que demonstra a preocupação dos agentes a cerca das despesas como meio de se obter maiores lucros. Ainda, em relação aos demais componentes, os dividendos apresentam relação positiva com o preço da ação, bem como as reservas de lucros. Contudo, verifica-se que os dividendos têm maior significância do que as reservas de lucros, isto ocorreria pelo ritmo de investimentos ser menor que no passado para estas empresas e, conseqüentemente, haver menor retenção de lucros e maior distribuição de resultados. Ainda, o capital social seria a principal fonte de financiamento de capital próprio nas grandes empresas para a realização dos seus projetos de investimento.

Por fim, ao comparar os grupos, entende-se que a maneira como o resultado contábil foi formado é mais importante para as pequenas empresas que para as grandes. Entretanto, como o resultado formado será destinado, é mais marcante para as grandes. Para estas, o destino do resultado auferido é quase tão significativo quanto à forma como foi gerado. Além do mais, o aumento de capital tem relevância semelhante, apesar de ter finalidade diferente para cada grupo.

Diante das análises realizadas e os resultados evidenciados, volta-se as hipóteses inicialmente formuladas– H_1 : Os componentes do valor patrimonial afetam o preço das ações das companhias; e H_2 : O impacto dos componentes do valor patrimonial sobre o preço depende dos fatores de Tamanho e Antecipação.

Mediante os resultados obtidos não foi possível rejeitar ambas as hipóteses, visto que a significância estatística e econômica dos elementos do valor patrimonial. Como confirmado pela análise de dados em painel, por meio dos coeficientes angulares, notou-se que os múltiplos efeitos (tamanho e antecipação) influenciaram de forma significativa a relação de relevância atribuída pelo mercado a cada componente do patrimônio líquido e refletida nos preços das ações.

Ressalta-se que a presente pesquisa apresenta limitações metodológicas importantes, dentre elas: (i) os filtros que foram realizados; (ii) o tratamento que foi dado aos componentes do valor patrimonial; (iii) a omissão de alguns elementos do patrimônio líquido; (iv) o período e amostra selecionados; (v) a análise de apenas dois efeitos de controle. Portanto, dada à complexidade do tema, tais limitações poderiam motivar futuros trabalhos de pesquisa, sobretudo, ao considerar os efeitos que afetam a relação entre o valor de mercado das companhias e as variáveis contábeis. Finalmente, as seguintes pesquisas avançariam na temática da relevância informacional da contabilidade para o mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

- Aleksanyan, M. (2006). Value relevance of book value, retained earnings and dividends: premium vs. discount firms. *Journal of Accounting and Finance*, 5, 10–27.
- Atiase, R.K. (1985). Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 21–36.
- Ayers, B. C., & Freeman, R. N. (2000). Why do large firms' prices anticipate earnings earlier than small firms' prices? *Contemporary Accounting Research*, 17(2), 5–16.
- Ball, R., & Brown, W. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–177.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2(1), 5–29.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 13(4), 305–341.
- Brasil. Lei n. 11.941, de 27/05/2009. Dispõe sobre atualização da legislação societária brasileira, em convergência as normas internacionais de contabilidade (IASB). *Diário Oficial - República Federativa do Brasil*. Brasília – DF.
- Brasil. Lei n. 6.404, de 15/12/1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial - República Federativa do Brasil*. Brasília – DF.
- Chaney, P., & Jeter, D. (1992). The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients. *Contemporary Accounting & Economics*, 28(2), 83–115.
- Collins, D. W., Maydew, E. I., & Weiss, I. (1997). Changes in value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39–67.
- Collins, D., Kothari, S.P., & Rayburn J. (1987). Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *The Journal of Accounting and Economics*, 9, 111–138.
- Dantas, J. A. (2005). Reação do mercado à alavancagem operacional: Um estudo empírico no Brasil. *Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB, UFPE e UFRN, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil*.
- Ertimur, Y., Livnat, J., & Martikainen, M. (2003). Differential market reaction to revenue and expense surprise. *Review of Accounting Studies*, 8, 185–211.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.
- Foster, G. (1975). Earnings and stock prices of insurance companies. *The Accounting Review*, 50, 686–698.
- Freeman, R. (1987). The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. *The Journal of Accounting and Economics*, 9, 195–228.
- Freeman, R. N., & Tse, S. (1989). The multiperiod information content of accounting earnings: Confirmations and contradictions of previous earnings report. *Journal of Accounting Research*, 27, 49–79.
- Galdi, FC., & Lopes, AB. (2008). Relação de longo prazo e casualidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, 43(2), 186–201.
- Gu, Z., Jain, P.C., & Ramnath, S. (2006). In-sync or out-of-sync? The joint information in revenues and expenses. *Journal of Accounting Research*, 44, 7–31.

- Jegadeesh, N., & Livnat, J. (2006). Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1–2), 147–171.
- Kothari, S. P. (1992). Price-earnings regressions in the presence of prices lead earnings: Earnings level versus change specifications and alternative. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 173–202.
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155–192.
- Lee, C. F., & Zumwalt, J. K. (1981). Association between alternative accounting profitability measures and security returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(1), 71–93.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–193.
- Lopes, A. B. (2001). A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade e Finanças*, 53, 40–51.
- Matucheski, S., & Almeida, L. (2006). Variáveis contábeis e o preço das ações. In *Anais do 6º Congresso USP Controladoria e Contabilidade* (pp. 1997–2010). São Paulo.
- May, R. (1971). The influence of quarterly earnings announcements on investor decision of reflected in common stock price changes. *Journal of Accounting Research*, 9, 119–163.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661–687.
- Sales, I. C. H. (2011). A dinâmica da relação entre os lucros contábeis e os retornos acionários nas empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação de mestrado, Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB, UFRN, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.
- Santos, M. A. C., & Lustosa, P. R. B. (2008). O efeito dos componentes do lucro contábil no preço das ações. *Revista UnB Contábil*, 11(1–2), 87–103.
- Santos, M. A. C., Lustosa, P. R. B., Silva, B. F. D., & Kouadio, A. (2009). Conteúdo informacional de receitas e despesas: Análise no mercado acionário brasileiro. In *XXXIII Encontro da ANPAD* (pp. 2–14). São Paulo.
- Santos, M. A. C., Mol, A. L. R., Anjos, L. C. M., & Santiago, J.S. (2013). Prices lead earnings no Brasil? *Revista Contabilidade e Finanças*, 24(63), 245–255.
- Strong, N., & Walker, M. (1993). The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review*, 66, 385–399.
- Swaminathan, S., & Weintrop, J. (1991). The information content of earnings, revenue and expenses. *Journal of Accounting Research*, 29, 418–427.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test or heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838.