

Relação Entre Transparência e o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

ARILTON CARLOS CAMPANHARO TEIXEIRA
FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,
ECONOMIA E FINANÇAS

GRAZIELA FORTUNATO
IBMEC

ANDRÉ CARLOS BUSANELLI DE AQUINO
FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,
ECONOMIA E FINANÇAS

RESUMO

O objetivo deste trabalho é estudar a relação entre qualidade de comunicação das empresas brasileiras de capital aberto e seu valor de mercado. Mais especificamente estaremos testando a hipótese de que a transparência de informação agrega valor às empresas. Para tanto, as empresas brasileiras de capital aberto listadas na *NYSE* foram divididas em dois grupos, dependendo de terem recebido ou não prêmios por boa comunicação com o mercado. Os dois grupos foram analisados pelo desempenho das carteiras formadas pelas empresas e pelas correlações entre a transparência de informação e os indicadores contábeis e de mercado dessas empresas. Os testes efetuados indicam que as empresas maiores e com melhor desempenho aproveitam essas condições para se beneficiar da vantagem trazida pela boa comunicação, percebida pelo mercado de capitais. As evidências permitem reflexões sobre como funciona o efeito da transparência de informação no mercado de capitais e indicam que “as empresas que são maiores, falam mais”. Empresas grandes e com desempenho positivo têm maior capacidade de assumir os custos incorridos no processo de boa comunicação com o mercado com o intuito de se beneficiar dessa vantagem.

1. INTRODUÇÃO

A comunicação entre os agentes do mercado de capitais no Brasil tem apresentado mudanças nos últimos anos. Cada vez mais, as empresas visam dar mais adequada divulgação das atitudes tomadas e da lógica subjacente. Segundo Procianoy e Rocha (2002), o fluxo de informação deve ser facilitado a fim de ajudar o mercado a fazer uma análise adequada da empresa, tornando viável a tomada de decisão do investimento.

Essa prática é direcionada aos analistas e investidores, os quais são os principais clientes de informações das empresas. Eles fazem parte da cadeia de informação do mercado de capitais que vem exigindo que a empresa não somente tenha um bom desempenho nos negócios, mas também tenha disciplina no seu diálogo. Esta disciplina traduz-se por uma mudança na gestão e na informação: gestão mais profissional e mais aberta, informações mais completas, rápidas e de qualidade.

Esse artigo estuda a relação entre a qualidade de comunicação (transparência) e o valor de mercado das empresas de capital aberto. Defini-se qualidade da informação ou transparência a ocorrência das premiações outorgadas por Instituições¹ recebidas pelas empresas como reconhecimento pela forma de se comunicar com o mercado.

A hipótese de que a transparência de informação com o mercado agrega valor às empresas será verificada pela sua relação entre o preço das ações, desempenho contábil e indicadores de mercado das empresas segregadas em dois grupos: empresas que ganharam prêmios e as que não ganharam prêmios pela boa comunicação com o mercado. Agregar valor a uma empresa refere-se, neste estudo, à existência de um efeito positivo trazido por um determinado fator. Este fator pode reduzir as penalidades e/ou aumentar os benefícios de itens que influenciam a metodologia de avaliação da empresa, a ponto de melhorar a sua percepção pelo mercado, aumentando seu valor.

O artigo é organizado da seguinte forma: na parte 2 apresenta a revisão de literatura, seguida pela descrição da metodologia na parte 3, incluindo o processo de amostragem. Na parte 4 os testes e resultados são apresentados e, na parte 5, conclui-se o trabalho.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Os estudos empíricos sobre a transparência de informação buscam evidências sobre os efeitos da transparência de informação no comportamento dos agentes. Por exemplo, segundo Sengupta (1998)², um fator que justifica a redução da assimetria de informação é a redução do custo da dívida pelo menor risco e incerteza da performance da empresa. Seu estudo revela que os credores consideram fundamental a política adotada de transparência de informação ao estimar o risco da dívida. Quando a informação é insuficiente e não se consegue entender o negócio, os tomadores de dívida requerem um custo de proteção, elevando o custo da dívida e afetando negativamente o preço das ações. Se a empresa fornece informações relevantes, consistentes e em tempo adequado a ponto de permitir uma adequada avaliação, a elas é atribuído menor risco.

A redução da assimetria de informação também diminui a volatilidade das ações. Segundo Diamond e Verrecchia (1991) um número maior de investidores serão atraídos por um cenário onde as informações relacionadas ao investimento são conhecidas, aumentando a liquidez dos ativos e, portanto, reduzindo a volatilidade. Em uma segunda verificação, eles introduziram um novo agente ao mercado: o formador de mercado (*market maker*). Esses agentes oferecem vantagens ao mercado, estimulando a liquidez das ações de uma empresa e promovendo sua visibilidade. Quando a assimetria de informação é reduzida, seu papel de formador de mercado perde o sentido. Assim, ele se sente repelido, saindo da atividade do mercado de capitais através da venda das ações e, conseqüentemente, provocando a redução da liquidez das ações. No entanto, num segundo momento, a liquidez das ações é recuperada pela entrada de novos investidores no mercado ao se sentirem atraídos devido à redução da assimetria de informação. Neste caso, o estudo de Diamond e Verrecchia (1991) não deixou claro em quanto à saída do *market maker* é proporcional à entrada de outros investidores.

A transparência de informação também reduz a probabilidade de ser inserida nas projeções dos analistas o que não foi informado pelas empresas. Segundo Francis (1997), os analistas de mercado estimam números em seus relatórios que não foram baseados em fundamentos ou informações divulgadas pelas empresas. No caso de poder escolher quais empresas analisar, os analistas escolhem as que possuem melhor acesso à informação, seguida de melhor desempenho. Muitas vezes eles estimam números corretamente, porém, se estes não são favoráveis, não os divulgam. Esse critério é baseado no fato de que os analistas encaram uma recomendação de venda prejudicial ao seu relacionamento com a empresa analisada. O número de analistas avaliando uma determinada empresa elimina o desvio de opinião causado por essas projeções não fundamentadas. A competição entre eles nivela a qualidade das análises. Para Lang e Lundholm (1996) o número de analistas avaliando uma determinada empresa é diretamente proporcional à boa comunicação com o mercado e transparência de informações. O volume e a qualidade das informações fornecida pelas

empresas atraem um número maior de analistas avaliando tais empresas pela segurança que eles terão em suas recomendações.

Sobre Governança Corporativa, cuja transparência de informação é um dos itens analisados na formulação de suas práticas, o Banco de Investimento CLSA (2000) mostra a importância desse assunto nos mercados emergentes. O resultado mostrou que empresas que adotam práticas de Governança Corporativa reduzem seus riscos quando o mercado está muito volátil. O retorno das ações dessas empresas foi de 170% superior comparado com as empresas que não adotam tais práticas. Dentre as 30 primeiras empresas da amostra, a média do retorno foi ainda maior: 370%. Também foi considerado no estudo, a redução do custo de capital como incentivo às empresas que buscam aprimoramento na comunicação. A McKinsey & Company (2000) segue a mesma linha de pesquisa mostrando que, na América Latina, a boa comunicação ou maior transparência eram tão ou mais importantes que os números financeiros e a maioria dos investidores pagaria mais pelas ações das empresas. No Brasil, Carvalho (2002) analisou o efeito de adesão às melhores práticas de Governança Corporativa sob três aspectos: preço, liquidez e volatilidade. Os resultados detectaram que a adesão tem impacto positivo sobre a valorização das ações, aumenta o volume de negociação e a liquidez.

A abordagem de Prencipe (2002) se assemelha à principal idéia deste estudo ao verificar se determinados fatores possuem correlação com a qualidade da divulgação das informações voluntárias de empresas italianas de capital aberto. Os fatores como segmentos das empresas e tempo de listagem na Bolsa de Valores demonstraram-se positivamente correlacionados com a qualidade da divulgação das informações voluntárias, por outro lado, as taxas de crescimento das empresas e nível de detalhamento das informações tiveram resultado oposto. Para todas as hipóteses acima, foram utilizadas ainda variáveis de controle já testadas em estudos anteriores. São elas: tamanho da empresa, estrutura acionária, nível de endividamento e rentabilidade. O resultado encontrado mostrou que dentre as quatro hipóteses iniciais, somente a taxa de crescimento não é significativamente relacionada com a qualidade das informações divulgadas. Mesmo as variáveis de controle se apresentaram positivamente relacionadas com a qualidade da divulgação das informações voluntárias, exceto a rentabilidade, que não obteve resultado significativo. Excluindo a estrutura acionária, as demais variáveis de controle foram utilizadas no presente estudo como variáveis independentes, mostrando ainda o estreitamento dos resultados dos dois trabalhos.

Os elementos desfavoráveis à boa comunicação, como, por exemplo, o custo da informação, são abordados por Ho e Michaely (1988). Num mercado não eficiente, as informações possuem custos para serem produzidas e liberadas, e investidores nem sempre estão dispostos a pagar mais para obter mais informações. A eficiência de mercado vai depender da estrutura de custos de produzir a informação, do comportamento do investidor e do risco do ativo. Considerando ativos voláteis, o custo da informação pode ser tão alto que não vale a pena pagar por ele.

Outro fator limitante à transparência de informação é a competição em segmentos de indústrias onde os dados não são conhecidos e, devido a isso, uma empresa pode relutar em divulgar certas informações. Harris (1998) investiga a relação entre a competição num determinado segmento e a escolha de se divulgar ou não informações de uma empresa neste segmento competitivo. Para isso, utilizou-se dos relatórios anuais de 929 empresas americanas entre 1987 a 1991, concluindo que num cenário, onde os segmentos de mercado são competitivos, não há incentivo para melhor transparência, além das obrigatórias, pois a prioridade está na proteção de *market share* e dos resultados.

Com foco na área de Relações com Investidores, Procianoy e Rocha (2002) e a empresa Selluloid AG (2002) traçaram o perfil desta área das empresas com ações negociadas nas Bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro. Os estudos mostram como os clientes da informação vêem as empresas e suas áreas de Relações com Investidores, concluindo que as empresas ainda não conferem à importância devida às suas relações com investidores e analistas, deixando de aproveitar-se de muitas vantagens que poderiam advir do seu correto uso e transparência de informação.

Quanto ao efeito da divulgação dos resultados das empresas na oscilação de preços de suas ações, há controvérsias. Bhattacharya *et al.* (1998) observaram o movimento do preço das ações dias antes da divulgação de resultados financeiros das empresas mexicanas ao mercado. Eles constataram que não há movimentação significativa de preços em períodos próximos a esta data, pois o mercado é ineficiente quando se refere à informação, ou seja, o mercado não reage e o preço não se altera porque as informações divulgadas nos relatórios financeiros não são relevantes e, no caso de serem relevantes, as informações já foram incorporadas ao preço em algum momento não próximo à data de divulgação. Isso resulta da observação de que o mercado se movimenta em função de expectativas. No Brasil, tanto Perobelli e Ness (2000), quanto Bernardo (2001) contrariaram esses autores. Perobelli e Ness (2000) são mais cautelosos ao falar sobre a movimentação dos preços das ações relativas à divulgação de resultados. Em seu estudo, a amostra final incluiu 69 ações entre ordinárias e preferenciais de 58 empresas de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, cujos retornos foram observados no período entre abril de 1997 a 30 de junho de 1999. A conclusão indica que quando o resultado é positivo, podem sim provocar movimentação positiva no preço das ações dessas empresas, mesmo que não instantaneamente. Resultados neutros não afetam tanto os preços das ações. Os resultados, quando superam as expectativas dos analistas, podem provocar uma movimentação positiva no preço das ações, mesmo não sendo positivos em termos absolutos. Bernardo (2001) já foi mais enfática ao defender que o ajuste de preços das ações ao redor da data de divulgação de resultados é consistente com a eficiência de mercado, ou seja, é sensível à informação. O investidor que atua no mercado de capitais brasileiro considera que resultados positivos, neutros ou negativos possuem caráter informacional, independente das séries históricas anteriores.

Finalizando, o estudo desenvolvido pela Thomson Financial (2002) teve como tema a percepção e demanda dos investidores americanos. Este destaca as medidas de avaliação mais utilizadas pelas empresas para análise e como elas se portam frente a essas necessidades. Propõe também uma interação entre os investidores, analistas *sell side*, *buy side* e empresas, incluindo a percepção mútua de suas funções. Essa abordagem será útil na compreensão dos resultados finais do presente estudo quando for analisada a correlação entre a transparência de informação e os indicadores de desempenho contábil.

3. METODOLOGIA: QUESTÕES E AMOSTRA

A análise desenvolvida neste estudo busca evidências sobre a relação da qualidade de comunicação³ ou transparência de informação entre as empresas brasileiras de capital aberto e os demais agentes do mercado de capitais, através dos desempenhos contábil e de mercado. Para distinguir empresas com níveis diferentes de qualidade e/ou transparência de informação, foram considerados apenas dois grupos de empresas cujo critério de formação foram as premiações de reconhecimento pela prática de boa comunicação, existentes no mercado. A idéia é verificar a seguinte hipótese: boa comunicação com o mercado e/ou transparência de informação traz benefício às empresas, fazendo com que estas apresentem melhor desempenho para seus acionistas e comandem maiores relações entre seus desempenhos de mercado e contábeis.

Essa hipótese é testada através da verificação das seguintes associações:

A: Prática de boa comunicação e o desempenho das ações das empresas;

B: Prática de boa comunicação e os indicadores contábeis⁴ das empresas, com a Liquidez, Betas⁵ e os múltiplos de mercado das ações;

3.1 A SELEÇÃO DA AMOSTRA E SUA SEGMENTAÇÃO

As empresas brasileiras selecionadas para compor a amostra são as listadas simultaneamente na Bolsa de Valores de São Paulo e na Bolsa de Valores de Nova Iorque em agosto de 2002 e que possuem pelo menos *ADR* nível 2⁶, “lastreadas” pelas ações preferenciais no Brasil (ver Tabela 1). Foram excluídas da amostra as *ADR*'s da Brasil Telecom S.A. (operadora), por já estar considerando a controladora, a Telebrás por já fazer parte da amostra as empresas de telecomunicações após a privatização e as ações das empresas negociadas em balcão (*OTC*) e negociadas na *NASDAQ*. Essa amostra reduzida pode ser considerada como limitador do estudo, bem como a data de recolhimento dos dados num período de turbulência no mercado de capitais. Tais limitações podem gerar um viés de seleção, no entanto, a principal razão foi selecionar as empresas que já possuem maior exigência de divulgação de informações, por estarem submetidas à regulamentação do mercado de capitais americano - *SEC*⁷.

Tabela 1: Empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Nova Iorque

	SÍMBOLO NYSE	EMPRESA	SETOR
1	ABV	AMBEV	Bebidas
2	ARA	ARACRUZ CEL	Papel e Celulose
3	BBD	BRADESCO	Banco
4	BRP	BRASIL TELECOM	Telecomunicações
5	CIG	CEMIG	Energia
6	ELP	COPEL	Energia
7	ERJ	EMBRAER	Aeroespacial
8	EMT	EMBRATEL PAR	Telecomunicações
9	GGB	GERDAU SA	Siderurgia
10	ITU	ITAUBANCO	Banco
11	CBD	PAO ACUCAR	Varejo
12	PDA	PERDIGAO SA	Alimentos
13	PBR	PETROBRAS SA	Petróleo e Petroquímica
14	SBS	SABESP	Saneamento
15	SDA	SADIA SA	Alimentos
16	CSN	SID NACIONAL	Siderurgia
17	TSU	TELE CELULAR SUL	Telecomunicações
18	TRO	TELE CENTRO OESTE	Telecomunicações
19	TBE	TELE LESTE CELULAR	Telecomunicações
20	TND	TELE NORDESTE CELULAR	Telecomunicações
21	TNE	TELE NORTE LESTE	Telecomunicações
22	TCN	TELE NORTE CELULAR	Telecomunicações
23	TSD	TELE SUDESTE CELULAR	Telecomunicações
24	TMB	TELEMIG CELULAR	Telecomunicações
25	TCP	TELESP CELULAR	Telecomunicações
26	TSP	TELESP	Telecomunicações
27	UBB	UNIBANCO	Banco
28	RIO	VALE DO RIO DOCE	Mineração
29	UGP	ULTRAPAR	Petroquímica
30	VCP	VOTORANTIM	Papel e Celulose

Fonte: Bloomberg

Essas empresas foram divididas em dois grupos de acordo com os resultados das premiações promovidas por instituições ativas no mercado de capitais. As que receberam premiações por boa comunicação com o mercado foram agrupadas num primeiro conjunto de

empresas (Grupo P) e as demais, as que não receberam premiações em nenhum dos anos considerados por boa comunicação com o mercado, foram agrupadas num segundo conjunto de empresas (Grupo NP).

As instituições que promoveram essas premiações foram: banco de investimentos Morgan Stanley Dean Witter; associações de analistas do mercado de capitais e de companhias abertas: ABAMEC Nacional, APIMEC SP e ABRASCA; MZ Consult, empresa que oferece serviços de comunicação institucional voltada ao mercado; revista especializada *Investor Relations Magazine* e BOVESPA e estão mostradas na Tabela 2, bem como os anos que ocorreram as premiações e as empresas vencedoras. As categorias de prêmios da revista *Investor Relations Magazine* também foram apresentadas na tabela. No caso da BOVESPA, das 31 empresas que compõem a carteira das empresas que adotam as práticas de Governança Corporativa e formam o ICG (Índice de Governança Corporativa)⁸, as quatro empresas com maior participação foram destacadas como vencedoras. A partir da quarta empresa, a participação na carteira não era significativa.

Essas premiações anuais avaliam todo um conjunto de formas de comunicação com o mercado, as quais podem ser citadas: qualidade dos informativos de resultados, qualidade da conferência após o resultado, acesso ao executivo *sênior*, rapidez nas respostas das questões direcionadas à empresa, transparência e domínio dos assuntos ligados à empresa, maior exposição da empresa, regularidade no *timing*, direcionamento das estratégias, gerenciamento das expectativas, qualidade do *website*, qualidade do relatório anual, melhor profissional dos componentes da cadeia de informação e etc.

Tabela 2: Empresas premiadas por boa comunicação com o mercado que formaram o Grupo P

INSTITUIÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999
Morgan Stanley	realizado somente em 1999 e 2000	realizado somente em 1999 e 2000	realizado somente em 1999 e 2000	Telemig Tricom Brasil Telecom Impsat Iusacell	Telecom CTC Tricom
Abamec Nacional	não divulgado até abr/04	Souza Cruz	Itaú	CSN	Itaú
Apimec SP	não realizado	não realizado	Itaú	Itaú	Itaú
Abrasca	VCP Aracruz Petrobrás	Petrobras Brasil Telecom VCP	Petrobras Itaú Aracruz	Itaú	Aracruz
MZ Consult	Petrobrás Unibanco Itaú Bradesco Ambev	Itaú Unibanco Ambev Petrobras Globo Cabo	Itaú Unibanco Brasil Telecom Telemar Globo Cabo	Itaú Brasil Telecom Copene Aracruz Telemar	Aracruz Brasil Telecom Itaú Petrobras Telesp Celular
Investor Relations Magazine					
Best Overall IR	Cemex	Itaú*, Petrobras*, Aracruz*, Gerdau*		Cemex, Fems, Telmex, Telemig*	
Inv. Relations Officer	Cemex	Ambev*, Aracruz*	não realizado atentado de 11/set.	Telesp Celular*	iniciado
Web site	Ambev	Itaú, Petrobras*, Telemar*		CVRD*	
Corporate Governance	Cemex	Itaú*		Wal-Mart Mexico	
Annual Report	Cemex, Fems, Ambev	Petrobras, Itaú*		FEMSA	
Brazilian Inv. Relations	Ambev, Telesp Celular	Petrobras, Ambev*, Aracruz*, Itaú*		Telesp Celular*/ BRP*	
Bovespa (IBGC)	Mar/03 Itaú (13,0%) Vale do Rio Doce (10,39%) Bradesco (9,59%) Unibanco (6,42%) Itaúsa (5,18%)	Ago/02 Itaú (14,4%) Bradesco (12,2%) BRP (9,5%) Itaúsa (9,4%) Unibanco (8,9%)	não considerado	não considerado	não considerado

* Menção Honrosa
BRP - Brasil Telecom

Os resultados das premiações são encontrados nos *websites* de cada instituição e amplamente divulgados nas datas de realização dos respectivos eventos de entrega de prêmios. Para esse estudo foram levantados todos os eventos de premiações direcionadas às empresas de capital aberto latino-americanas entre 1999 a 2003. Apesar da metodologia de cada premiação apresentar fragilidades, e mesmo com o perfil distinto de cada instituição como banco, associações, revista e consultoria, os critérios para tais premiações são semelhantes, demonstrando a coerência da análise. Algumas ressalvas ainda poderiam ser levantadas, gerando viés de seleção, como o interesse de promoção por parte das empresas ao patrocinar ou increver-se em cada um desses prêmios.

Os dois grupos formados pelas empresas que foram premiadas por boa comunicação com o mercado (Grupo P) e que não foram premiadas (Grupo NP) podem ser observados nas Tabelas 3 e 4:

A partir do momento que uma empresa foi premiada pela sua boa comunicação através das variadas formas de premiações, ou por participar da carteira que compõe o *IGC* em 2002, esta passou a compor a carteira do grupo de empresas premiadas (P), independente do ano que tal prêmio ocorreu. As empresas que ainda não foram premiadas pela sua boa comunicação com analistas e investidores, ou não participaram da carteira que compõe o *IGC*, formaram o outro grupo (NP).

Tabela 3: Grupo P - Empresas Reconhecidas

	SÍMBOLO NYSE	EMPRESA	SETOR
1	ABV	AMBEV	Bebidas
2	ARA	ARACRUZ CEL	Papel e Celulose
3	BBD	BRADESCO	Banco
4	BRP	BRASIL TELECOM	Telecomunicações
5	GGB	GERDAU SA	Siderurgia
6	ITU	ITAUBANCO	Banco
7	PBR	PETROBRAS SA	Petróleo e Petroquímica
8	CSN	SID NACIONAL	Siderurgia
9	TNE	TELE NORTE LESTE	Telecomunicações
10	TMB	TELEMIG CELULAR	Telecomunicações
11	TCP	TELESP CELULAR	Telecomunicações
12	UBB	UNIBANCO	Banco
13	RIO	VALE DO RIO DOCE	Mineração
14	VCP	VOTORANTIM	Papel e Celulose

Tabela 4: Grupo NP - Empresas Não Reconhecidas

	SÍMBOLO NYSE	EMPRESA	SETOR
1	CIG	CEMIG	Energia
2	ELP	COPEL	Energia
3	ERJ	EMBRAER	Aeroespacial
4	EMT	EMBRATEL PAR	Telecomunicações
5	CBD	PAO ACUCAR	Varejo
6	PDA	PERDIGAO SA	Alimentos
7	SBS	SABESP	Saneamento
8	SDA	SADIA SA	Alimentos
9	TSU	TELE CELULAR SUL	Telecomunicações
10	TRO	TELE CENTRO OESTE	Telecomunicações
11	TBE	TELE LESTE CELULAR	Telecomunicações
12	TND	TELE NORDESTE CELULAR	Telecomunicações
13	TCN	TELE NORTE CELULAR	Telecomunicações
14	TSD	TELE SUDESTE CELULAR	Telecomunicações
15	TSP	TELESP	Telecomunicações
16	UGP	ULTRAPAR	Petroquímica

4. TESTES E RESULTADOS

Nesta parte do estudo apresentam-se os testes para avaliar se a boa comunicação com o mercado agrega valor à empresa. O primeiro teste (A) consiste em analisar as associações entre a transparência de informação e o desempenho das ações das empresas. O segundo teste (B) analisa a associação entre a transparência de informação com os indicadores contábeis e os múltiplos indicadores de mercado.

(A) Associação entre a prática de boa comunicação e o desempenho das ações das empresas

Para verificar a relação entre a prática de boa comunicação e o desempenho das ações das empresas, foram observados o desvio padrão e a média da rentabilidade diária das duas carteiras P e NP, cada uma igualmente composta pelas ações preferenciais das empresas dos grupos P e NP. As rentabilidades diárias das ações preferenciais foram calculadas a partir dos

preços de fechamento⁹ das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 04/01/1999 a 31/05/2002, totalizando, para cada empresa, 861 observações. Os resultados estão apresentados na Tabela 5, abaixo:

Tabela 5: Resultado das Carteiras P e NP - 04/01/1999 a 31/05/2002

	Carteira P	Carteira NP	Estatística Teste
Rentabilidade média diária	0.12%	0.06%	0.63
Desvio padrão da rentabilidade média	2.04%	2.16%	1.13

Estatística Z - Valores críticos 1,65 (5%) 1,29 (10%)

Estatística F - Valores críticos 1,00 (5% ou 10%)

Fonte Bloomberg – notação para preço de fechamento: (PxLast)

É importante testar se as diferenças observadas entre as médias e os desvios-padrão das amostras são estatisticamente diferentes. Estes testes foram realizados, considerando que a amostra obedece a uma distribuição normal.

Apesar do retorno absoluto da carteira composta por empresas reconhecidas ser o dobro (0,12%) da carteira composta por empresas não reconhecidas (0,06%) pela boa comunicação, esses valores não são estatisticamente significantes (Figura 1).

Na análise estatística do risco, utilizando o Teste da igualdade de dois desvios-padrão, o valor de estatística de teste F obtido foi 1,13, levando a rejeitar a hipótese nula, de que os desvios-padrão são iguais, ou seja, não se pode afirmar que o risco da Carteira P é igual ao risco Carteira NP, para valores críticos para o nível de significância de 10% e 5% igual a 1,00.

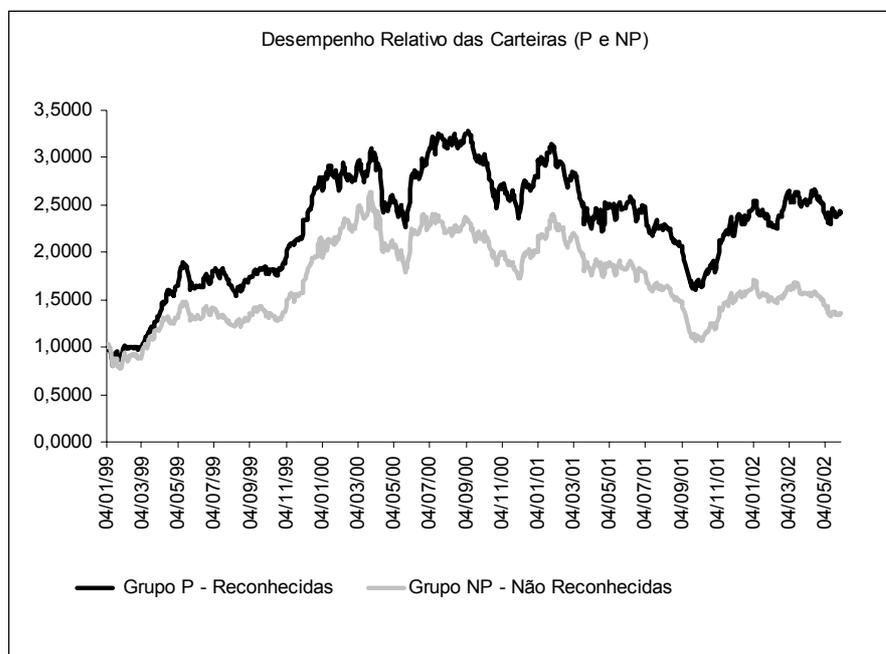


Figura 1: Desempenho Relativo das Carteiras (P e NP)

(B) Associação entre a prática de boa comunicação com o mercado e os indicadores contábeis (positiva com o Crescimento da Receita Líquida, Margem EBITDA, EPS, Tamanho da Empresa e o Endividamento e negativa com a Intensidade de Capital Investido) e os

indicadores de mercado (positiva com a liquidez e múltiplos de mercado e, negativa com os Betas das ações).

Os indicadores contábeis e de mercado mostrados nas Tabelas 6 e 7 são os mais comumente utilizados pelos analistas de mercado de capitais¹⁰ em análise de empresas. Os itens que compõem o cálculo dos indicadores, tanto os contábeis como os de mercado do período de 1998 a 2003, foram pesquisados na Economática. Esses dados formam a amostra de 150 observações: 30 empresas por 5 anos. Foram feitas 3 abordagens variando a forma de tratar a amostra a fim de neutralizar efeitos que poderiam surgir ao longo dos anos.

Tabela 6: Indicadores Contábeis

Indicadores	Definição	Variável na função
Crescimento da Receita Líquida	$(Receita\ Líquida_t / Receita\ Líquida_{t-1}) - 1$	X ₁
Margem EBITDA ¹¹	EBITDA/Receita Líquida	X ₂
Nível de Endividamento	$(Dívida\ de\ Curto\ Prazo + Dívida\ de\ Longo\ Prazo - Disponibilidades) / Patrimônio\ Líquido$	X ₃
Intensidade do Capital Investido	Capital Investido/Receita Líquida onde: Capital Investido = Patrimônio Líquido + Dívida de Curto Prazo + Dívida de Longo Prazo - Disponibilidades	X ₄
Lucro Líquido por Ação (EPS) ¹²	Lucro Líquido/Quantidade de Ações	X ₅
Tamanho da Empresa	Receita Líquida da Empresa Maior / Receita Líquida dentre todas as empresas da amostra	X ₆

Tabela 7: Múltiplos de Mercado, Liquidez e Beta

Indicadores	Definição	Variável na função
Enterprise Value ¹³ /EBITDA (EV/EBITDA)	$(Valor\ de\ Mercado\ (Mkt\ Cap)\ em\ 31/12/xx + Dívida\ de\ Curto\ Prazo + Dívida\ de\ Longo\ Prazo - Disponibilidades) / EBITDA$	X ₇
Preço/BV ¹⁴ (P/BV)	Preço de Mercado da Ação em 31/12/xx/Valor Patrimonial da Ação	X ₈
Beta ¹⁵	Correlação entre a volatilidade das ações e o índice BOVESPA	X ₉
Índice de Liquidez de mercado	Volume Financeiro ¹⁶ da empresa x / Maior Volume Financeiro dentre todas as empresas	X ₁₀

Para verificar a relação entre a prática de boa comunicação e os indicadores contábeis e de mercado, foi sugerido um modelo cuja boa comunicação com o mercado é a variável dependente y, assumindo valor 1 quando a empresa é do Grupo P (premiada) e valor 0 quando a empresa é do Grupo NP (não premiada). Os indicadores contábeis e de mercado são as variáveis independentes. Neste modelo utilizou-se as regressões *Probit* e *Logit*, as quais devem ser empregadas quando a variável dependente é dicotômica.

Nessa primeira abordagem, as regressões foram geradas com os dados de todas as empresas, em todos os anos considerados, formando um *pool*. O nível de significância considerado em todas as regressões foi de 5% e 10%. Os resultados das regressões são mostrados na Tabela 8:

Tabela 8: Resultado das Regressões - *MODELO PROBIT*

	Constante	Tamanho	Margem EBITDA	Lucro Líquido/Ação (EPS)	Cresc da Receita Líquida	Nível de Endividamento	Intensidade do Capital Investido	Beta	Índice de Liquidez de mercado	EV/EBITDA	Preço/BV (P/BV)
(1) <i>Coef</i>	-4.23	5.64	9.04	0.06	1.30	0.87	-0.78	-0.40	2.28	0.29	-0.54
<i>t Statistic</i>	-5.05	2.19	3.90	2.78	1.73	3.01	-2.45	-1.38	1.27	2.93	-2.05
<i>Prob</i>	0.00	0.03	0.00	0.01	0.08	0.00	0.01	0.17	0.20	0.00	0.04
(2) <i>Coef</i>	-3.11	8.99	4.91	0.05	0.75	0.86	-0.17				
<i>t Statistic</i>	-6.35	4.67	3.63	2.56	1.35	3.18	-0.90				
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00	0.01	0.18	0.00	0.37				
(3) <i>Coef</i>	-0.55							-0.63	5.51	0.08	-0.02
<i>t Statistic</i>	-1.70							-2.74	3.72	1.59	-0.17
<i>Prob</i>	0.09							0.01	0.00	0.11	0.86
(4) <i>Coef</i>	-2.93	9.02	4.21	0.05		0.79					
<i>t Statistic</i>	-6.22	4.75	4.53	2.52		3.26					
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00	0.01		0.00					
(5) <i>Coef</i>	-0.15							-0.64	6.11		
<i>t Statistic</i>	-0.66							-2.91	4.32		
<i>Prob</i>	0.51							0.00	0.00		
(6) <i>Coef</i>	-2.52	7.44	3.73	0.05		0.76		-0.31	1.99		
<i>t Statistic</i>	-4.69	3.32	3.76	2.38		3.11		-1.21	1.26		
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00	0.02		0.00		0.22	0.21		

É importante ressaltar que o estudo não se propõe a medir a intensidade que um indicador influi na transparência de informação, e sim, se existe efeito sobre a variável dependente. Os resultados das regressões do Modelo *Logit* geraram os mesmos resultados que o modelo *Probit* e, portanto não foram repetidos aqui.

A regressão (1) foi rodada com todas as variáveis consideradas no modelo. As seis primeiras variáveis são os indicadores contábeis e as 4 restantes, indicadores de mercado. Para neutralizar o efeito de multicolinearidade, foram rodadas mais cinco regressões isolando grupos de variáveis. As regressões (2) e (3) foram rodadas com o objetivo de concentrar as variáveis de mesma natureza: na regressão (2) foram considerados somente os indicadores contábeis, excluindo os indicadores de mercado e na (3) ocorria o oposto, considerando os indicadores de mercado e excluindo os indicadores contábeis. Nas regressões (4) e (5), foram consideradas as variáveis estatisticamente significantes das regressões (2) e (3) respectivamente. A regressão (6) agrupou somente as variáveis estatisticamente significantes das regressões (4) e (5).

Utilizando o modelo *Probit* na amostra de 150 observações, os resultados indicam que o tamanho da empresa, a margem Ebitda, o lucro por ação e o nível de endividamento são significantes a 5% e 10% em todas as regressões. A boa comunicação com o mercado está positivamente associada a essas variáveis. Assim, empresas grandes, que já experimentaram bons resultados operacionais e líquidos se comunicam melhor com o mercado. Em relação ao Beta e ao Índice de Liquidez, essas duas variáveis se mostram significativas quando as regressões são rodadas somente com os índices de mercado (ver regressões 3 e 5), ou seja, positivamente associado à liquidez e negativamente ao risco (Beta). Empresas que se comunicam melhor reduzem seu risco, atribuído no modelo à variável Beta e garantem a liquidez. Os demais indicadores, não são estatisticamente significantes.

Na segunda abordagem, gerou-se as regressões com as médias dos 5 anos para cada empresa, reduzindo a amostra de 150 para 30 observações com o objetivo de eliminar os efeitos de choques que atingiram a economia brasileira nos anos considerados. Os resultados são mostrados na Tabela 9:

Tabela 9: Resultado das Regressões com as Médias- *MODELO PROBIT*

	Constante	Tamanho	Margem EBITDA	Lucro Líquido por Ação (EPS)	Crescimento da Receita Líquida	Nível de Endividamento	Intensidade do Capital Investido	Beta	Índice de Liquidez de mercado	EV/EBITDA	Preço/BV P/BV
(1) <i>Coef</i>	-7.46	-9.17	10.77	0.89	7.92	2.19	-1.55	0.59	4.43		0.54
<i>t Statistic</i>	-1.64	-0.59	0.82	1.03	1.45	0.93	-0.70	0.43	0.77		1.07
<i>Prob</i>	0.10	0.56	0.41	0.30	0.15	0.35	0.49	0.67	0.44		0.29
(2) <i>Coef</i>	-5.13	9.92	5.91	0.21	8.55	1.01	-0.54				
<i>t Statistic</i>	-3.11	2.15	1.11	1.14	1.68	1.06	-0.54				
<i>Prob</i>	0.00	0.03	0.27	0.26	0.09	0.29	0.59				
(3) <i>Coef</i>	-0.58							-1.59	7.47	0.20	-0.08
<i>t Statistic</i>	-0.47							-1.56	1.64	1.18	-0.22
<i>Prob</i>	0.64							0.12	0.10	0.24	0.83
(4) <i>Coef</i>	-3.66	13.02			10.80						
<i>t Statistic</i>	-2.88	2.45			2.53						
<i>Prob</i>	0.00	0.01			0.01						
(5) <i>Coef</i>	0.42							-1.62	8.49		
<i>t Statistic</i>	0.59							-1.87	2.18		
<i>Prob</i>	0.55							0.06	0.03		
(6) <i>Coef</i>	-2.74	10.12			9.29			-0.89	4.30		
<i>t Statistic</i>	-1.72	1.67			2.15			-0.84	0.84		
<i>Prob</i>	0.08	0.09			0.03			0.40	0.40		

Os resultados dessas regressões mostram que os choques ocorridos anos considerados podem ter influenciado nos dados. A boa comunicação com o mercado se mantém positivamente relacionada ao tamanho da empresa, diferentemente da análise feita com o *pool* que ampliava essa relação para outras variáveis como a margem Ebitda e o lucro por ação¹⁷. O crescimento da receita, dessa vez, se mostra positivamente relacionado à boa comunicação com o mercado. Da mesma forma que nas regressões com o *pool*, os indicadores de mercado (Beta e o Índice de Liquidez) se mostram associados à boa comunicação com o mercado quando gerados as regressões com os indicadores de mercados separados dos indicadores contábeis. Os resultados das regressões com as médias do Modelo *Logit* geraram os mesmos resultados que o modelo *Probit* e, portanto não foram repetidos aqui.

Na terceira abordagem, gerou-se as regressões com dados anuais das empresas, analisando a frequência que elas foram premiadas pela boa comunicação com o mercado¹⁸. Desta vez, as empresas que ganharam prêmios por vários anos receberam pontuações acumulativas por cada ano ganho consecutivamente. Ou seja, se a empresa A ganha prêmio em 1999 e em 2000, à variável dependente é atribuído valor dois por ter ganhado prêmio por dois anos consecutivos. Se ela deixa de ganhar prêmio em 2001, à variável dependente volta ao valor zero, pois ela perde a capacidade de se comunicar bem, voltando a condição de igualdade com as empresas que não ganharam prêmio. O critério de uma empresa que tem boa comunicação com o mercado, neste momento se diferencia do critério inicialmente definido: quando uma empresa ganha prêmio ao menos em um ano a ela é conferida a qualidade de boa comunicação com o mercado para todos os anos. Essa abordagem teve como objetivo observar se a boa comunicação afeta os resultados ao longo dos cinco anos, ou seja, se a empresa ganha prêmio no último ano de análise, essa abordagem estaria excluindo o efeito do comportamento das variáveis em anos anteriores ao prêmio. Utilizou-se o modelo de regressão *Count* com a variável dependente discreta. As variáveis independentes são os indicadores contábeis e de mercado. Os resultados das regressões são mostrados na tabela 10, abaixo.

Tabela 10: Resultado das Regressões com as Médias - *MODELO COUNT*

	Constante	Tamanho	Margem EBITDA	Lucro Líquido por Ação (EPS)	Crescimento da Receita Líquida	Nível de Endividamento	Intensidade do Capital Investido	Beta	Índice de Liquidez de mercado	EV/EBITDA	Preço/BV (P/BV)
(1) <i>Coef</i>	-6.20	1.80	16.41	0.01	-2.62	2.15	-1.45	-0.35	0.50	0.06	-0.12
<i>t Statistic</i>	-4.28	2.58	3.36	0.56	-3.17	4.31	-1.11	-1.15	0.46	4.03	-1.67
<i>Prob</i>	0.00	0.01	0.00	0.57	0.00	0.00	0.27	0.25	0.65	0.00	0.10
(2) <i>Coef</i>	-6.22	1.79	17.06	0.01	-2.77	2.34	-1.67				
<i>t Statistic</i>	-5.41	3.21	6.58	0.75	-4.50	5.21	-3.76				
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00				
(3) <i>Coef</i>	-0.43							-0.62	2.10	-0.01	0.03
<i>t Statistic</i>	-1.57							-2.66	8.49	-0.43	0.64
<i>Prob</i>	0.12							0.01	0.00	0.67	0.52
(4) <i>Coef</i>	-6.35	1.97	17.44		-3.09	2.41	-1.69				
<i>t Statistic</i>	-4.96	3.62	6.62		-6.57	4.94	-4.00				
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00				
(5) <i>Coef</i>	-0.41							-0.63	2.12		
<i>t Statistic</i>	-1.46							-2.85	8.77		
<i>Prob</i>	0.15							0.00	0.00		
(6) <i>Coef</i>	-6.02	1.99	16.53		-3.07	2.26	-1.47	-0.31	0.24		
<i>t Statistic</i>	-4.44	3.26	3.72		-6.09	4.47	-1.41	-1.19	0.34		
<i>Prob</i>	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.16	0.24	0.73		

Reforçando os resultados obtidos nas regressões anteriores, o reconhecimento por boa comunicação com o mercado está positivamente associado ao tamanho da empresa, à margem Ebitda e ao nível de endividamento. O lucro por ação não se mostra associado à comunicação com o mercado e a Intensidade de Capital investido dessa vez entra como uma variável significativa. Seguindo os resultados das regressões anteriores, em relação ao Beta e ao Índice de Liquidez, essas duas variáveis se mostram significativas quando as regressões são rodadas somente com os índices de mercado, ou seja, positivamente associado à liquidez e negativamente ao risco (Beta). Os demais indicadores, não são estatisticamente significantes.

5. CONCLUSÃO

Com o objetivo de analisar a importância da transparência de informação ou boa comunicação entre os agentes de mercado de capitais brasileiro, foi verificada sua relação entre os desempenhos contábeis e de mercado das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na bolsa de Nova Iorque. A relação entre o desempenho de mercado foi ainda analisada, tanto pelos indicadores mais comumente utilizados pelos analistas, como pelo preço das ações. Para isso, formou-se duas carteiras: uma carteira igualmente formada pelas empresas que ganharam prêmio por reconhecimento de boa comunicação com o mercado e a outra carteira igualmente formada pelas empresas que nunca ganharam tal premiação.

No primeiro teste, analisando o desempenho das carteiras, os resultados são significativos quando se observa a volatilidade: o risco da carteira formada por empresas que se comunicam bem é menor, comparada à carteira formada por empresas que não ganharam prêmio pela boa comunicação com o mercado. Empresas que se comunicam bem estão menos expostas ao risco, concordando com os resultados do estudo de Diamond e Verrechia (1991), que afirmam que um número maior de investidores é atraído por um cenário onde as informações são conhecidas. Neste cenário, a liquidez aumenta, reduzindo a volatilidade.

No segundo teste, analisou-se a relação entre a boa comunicação com o mercado e os desempenhos contábeis e de mercado das empresas. O modelo sugere que a variável dependente, atribuída à boa comunicação assume o valor 1 quando as empresas ganham prêmio pela transparência de informação e assume o valor 0 quando isso não ocorre. Os indicadores contábeis e de mercado são as variáveis independentes. Os resultados indicam que a boa comunicação com o mercado se associa positivamente com o tamanho da empresa e

com a margem *EBITDA*. Conclui-se que empresas grandes, que já experimentaram bons resultados operacionais e líquidos se comunicam melhor com o mercado, pois possuem uma estrutura que comporta o custo de fornecer informação ao mercado e tirar proveito dessa vantagem. Essas evidências concordam com o estudo de Procianny e Rocha (2002), onde mostram que as grandes empresas têm maiores benefícios em manter suas áreas de Relações com Investidores e seus acionistas bem informados.

Na relação entre a boa comunicação com o mercado e os indicadores de mercado das empresas, verificou-se que esta é positivamente relacionada à liquidez das ações, concordando com Diamond e Verrecchia (1991) e negativamente com o Beta, concordando com Carvalho (2002). Da mesma forma, a liquidez das ações e a redução da volatilidade funcionam como benefício adquirido no processo de manter boa comunicação com o mercado.

Apesar da forma criteriosa da metodologia adotada, existem limitações neste estudo. Essas limitações estão relacionadas com o tamanho da amostra e com a data de recolhimento dos dados num período de turbulência no mercado de capitais. Tentativas de resolver tais limitações podem ser consideradas sugestões para trabalhos futuros: o problema do tamanho da amostra poderia ser resolvido ao analisar todo o universo de empresas brasileiras de capital aberto, segregando-as pelo critério de ser ou não listadas na Bolsa de Nova Iorque, já que estas são submetidas às maiores exigências de informação pelo órgão regulador do mercado de capitais americano, podendo formar o grupo que se comunica melhor com o mercado.

As evidências encontradas permitem reflexões sobre como funciona o efeito da transparência de informação no mercado de capitais e indicam que “as empresas que são maiores, falam mais”. Empresas grandes e com desempenho positivo têm maior capacidade de assumir os custos incorridos no processo de boa comunicação com o mercado com o intuito de se beneficiar dessa vantagem. Dessa forma, geram melhores condições de proteger os seus resultados, sentido pela liquidez e redução da volatilidade das ações. A decisão de praticar boa comunicação com o mercado e seu impacto em valor estão condicionados ao sucesso. Esse processo de manter uma boa comunicação com o mercado eleva a qualidade do mercado de capitais e o benefício adquirido seria sentido por todos os agentes da cadeia de informação.

REFERÊNCIAS

- BERNARDO, Heloisa Pinna. (2001) “Avaliação Empírica do Efeito dos Anúncios Trimestrais de Resultado sobre o Valor das Ações no Mercado Brasileiro de Capitais – Um Estudo de Evento”. **CAPES** [Online], (2001). Disponível: <<http://ged.capes.gov.br/agttest/silverstream/pages/pgrelatoriotesescompleto.html>>. Acesso em: 6 de janeiro de 2003.
- BHATTACHARYA, Utpal, DAOUK, Hazen *et al.* (1998) “When an Event is Not an Event: The Curious Case of an Emerging Market”. *Working Paper Department of Applied Economics and Management. Indiana University Bloomington*. EUA [Online]. Disponível: **SSRN**, acesso número 146734. Acesso em: 5 de janeiro de 2001.
- CARVALHO, Antonio Gledson (2002) Efeito da Migração para os Níveis de Governança da BOVESPA. Outubro de 2002. E-mail disponível: gledson@usp.br. Acesso em: 8 de novembro de 2002.
- CLSA EMERGING MARKETS (2000) **The Tide’s Gone Out: Who’s Swimming Naked**. EUA. 2000. 74p.
- DIAMOND, Douglas W., VERRECCHIA, Robert E. “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”. *In: The Journal of Finance*, 46, 1991 p. 1325-1359.

FRANCIS, Jennifer. Discussion of Self-Selection and Analyst Coverage. *In: Journal of Accounting Research*, 35, 1997 p. 202-208.

HARRIS, Mary Stanford The Association Between Competition and Managers' Business Segment Reporting Decisions. *In: Journal of Accounting Research*, 36, 1998. p. 111-128

HO, Thomas S. Y., MICHAELY, Roni Information Quality and Market Efficiency. *In: The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 1988. p. 57-70.

LANG, Mark H., LUNDHOLM, Russell J. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *In: The Accounting Review*, 71, 1996. p. 467-492.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. Londres. 2000. 16p.

MORGAN STANLEY DEAN WITTER (2000) Equity Research. **Telecommunication Services. 2nd Annual Investor Relations Rankings**. Latin America. 6p.

PEROBELLI, Fernanda Finotti, NESS, Walter Lee. Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: Um estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro. **ENANPAD** [CD-ROM]. 2000. Disponível: <ENANPAD>. Acesso número FIN-149 em 6 de janeiro de 2003.

PRENCIPE, Annalisa. Proprietary Costs and Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies. *Working Paper. Accounting and Management Control Department . Bocconi University. Itália. 2002 [Online]*. Disponível: <SSRN>. Acesso número 319502, em 17 de dezembro de 2002.

PROCIANOY, Jairo; ROCHA, Carlos Fernando. Disclosure das Cias Abertas: Um Estudo Exploratório do Departamento de Relações com Investidores. 2002 **ENANPAD** [CD-ROM]. 2002. Disponível: <ENANPAD>. Acesso número FIN-311 em 6 de janeiro de 2003.

SELULLOID AG **1a. Pesquisa Nacional sobre Relações com Investidores** EUA. 2002. 18p.

SENGUPTA, Partha (1998) Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *In: The Accounting Review*, 73, p. 459-474.

THOMSOM FINANCIAL. **What do Investors Want?**. EUA. 2002. 31p.

¹ Morgan Stanley Dean Witter, ABAMEC Nacional, APIMEC SP, ABRASCA, MZ Consult, Investor Relations Magazine e BOVESPA.

² Esse estudo utiliza o Relatório do Comitê de Informações Corporativas de Analistas Financeiros (*Report of Financial Analysts Federation Corporate Information Committee*) de 1987 a 1991. Cada volume desse relatório provê análise de 400 a 500 empresas americanas sobre a qualidade das informações de seus relatórios anuais, resultados trimestrais e reuniões com analistas, resultando num *ranking*. Os resultados encontrados indicam que o custo da dívida é inversamente proporcional a esse *ranking*.

³ É importante deixar claro que o intuito é estudar o efeito da transparência de informação e não o comportamento isolado das empresas ou de um grupo. A formação dos grupos foi a alternativa adotada para tentar analisar o processo de boa comunicação como um todo.

⁴ Ver tabela 6

⁵ Ver tabela 7

⁶ ADR – American Depositary Receipt – recibo representativo de uma ação de empresa de qualquer país e negociado nas bolsas de valores dos Estados Unidos. Nível 2 – maior grau de exigência de informação obrigatória.

⁷ Securities Exchange Commission – órgão regulador do mercado de capitais americano.

⁸ Carteiras de ago/02 e mar/03.

⁹ Fonte Bloomberg – notação para preço de fechamento: (*PxLast*)

¹⁰ Relatórios de análise de empresas consultados das seguintes instituições financeiras: *BBA Icatú, BBVA, Banco Brascan, CSFB, Deutsche Bank, Banco do Espírito Santo, Fator Doria Atherino, Goldman Sachs, Itaú Corretora, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Banco Pactual, Salomon Smith Barney, Santander, UBS Warburg e Unibanco*

¹¹ *EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – Ganhos antes de juros, depreciação e amortização

¹² *EPS – Earning per share* – Lucro por ação

¹³ *Enterprise Value* - Valor da Empresa = Preço da Ações PN (mais líquidas) * número de ações + dívidas - disponibilidades

¹⁴ *BV – Book Value* – Valor Patrimonial das Ações = Patrimônio Líquido / número de ações PN (mais líquidas)

¹⁵ Fonte *Ecomonática*

¹⁶ Valor Financeiro acumulado negociado no ano.

¹⁷ Uma outra possibilidade é que ao tomar a média, a variância das variáveis independentes seja reduzida.

¹⁸ Foram geradas também regressões com as 150 observações para cada ano, assumindo $y=1$ somente para as empresas que ganharam prêmio naquele ano. Os resultados não mudaram porque a maioria das empresas ganhou prêmios consecutivamente.