

A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE BRASIL

Autores:

JORGE EDUARDO SCARPIN

(UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU)

JULIANA PINTO

(UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB)

MARINES LUCIA BOFF

(UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU- FURB)

Resumo

Este trabalho está fundamentado na teoria positiva da contabilidade e tem como objetivo verificar, de modo empírico, a relevância da data da publicação dos relatórios contábeis no mercado de capitais brasileiro. O estudo inicia-se com uma revisão da literatura sobre as características qualitativas da informação contábil, baseadas principalmente nos conceitos do SFAC nº 2. Discorre sobre a hipótese de mercado eficiente e o conteúdo informacional da contabilidade, com uma breve análise sobre as pesquisas positivas relacionando a informação contábil e o mercado de capitais. Com base nesta fundamentação teórica realiza uma pesquisa empírica em demonstrações contábeis do ano de 2005 e as cotações de ações de empresas pertencentes ao Índice Brasil (IBrX) da Bolsa de Valores de São Paulo, divididas em dois períodos, três semanas antes e três semanas após a divulgação das informações contábeis; com o objetivo de verificar, por meio de regressões múltiplas, se a data de publicação das demonstrações contábeis altera o comportamento do mercado de capitais, nos aspectos de preço da ação, retorno e número de negócios. Por fim, mostra a análise dos resultados encontrados para a verificação da relevância da data de publicação das demonstrações contábeis no mercado de capitais. A pesquisa mostra evidências que a data de publicação das demonstrações contábeis e variáveis contábeis trazem reflexo no preço da ação e na quantidade de negócios. Conclui-se o trabalho apontando algumas considerações sobre a extensão deste trabalho para outros períodos e fazendo propostas de futuras pesquisas no assunto.

Palavras-chave: Informação Contábil. Relevância. Mercado de Capitais.

1 Introdução

Nos últimos anos, pesquisas sobre a informação contábil e o mercado de capitais têm sido feitas com o intuito de relacionar o conteúdo informativo das demonstrações contábeis com o valor de ações ao longo do tempo.

Estas pesquisas têm sido possíveis utilizando a teoria positiva da contabilidade. Segundo Dias Filho e Machado (2004, p.18), “define-se como positiva a teoria que tem por finalidade fornecer subsídios para **explicar** e **predizer** determinados fenômenos”. A teoria positiva veio em contraponto à teoria normativa, cuja finalidade é de prescrição de práticas contábeis. Watts e Zimmerman (1986) afirmam que a teoria positiva não oferece prescrições, mas procura explicar a prática contábil. Ainda de acordo com Dias Filho e Machado (2004,

p.19) “a teoria positiva é fundamentalmente baseada em observações da realidade. Seu princípio básico é testar hipóteses sobre determinados fenômenos, empiricamente”.

A teoria positiva começou a ter aceitação com a publicação de trabalhos relacionando a contabilidade ao mercado de capitais, com seu início com Ball e Brown (1968), acompanhando o desenvolvimento das teorias sobre finanças.

Na década de 60, os principais trabalhos envolvendo a teoria positiva giravam em torno do conceito denominado Hipótese do Mercado Eficiente (EMH). De forma geral, de acordo com Fama (1970) a EMH considera que os preços dos títulos refletiam integralmente e de forma não viesada, as informações disponíveis. Nenhuma informação relevante seria ignorada pelo mercado. Como as demonstrações contábeis são informações relevantes, logo é natural considerar que tenham impacto nos preços dos títulos negociados no mercado de capitais.

Um trabalho de grande expressão na teoria positiva foi o de Beaver (1968) que relacionou o comportamento dos preços de ações e seu volume de negociação nas semanas que antecediam a publicação das demonstrações contábeis. No Brasil, um dos trabalhos pioneiros na relação entre demonstrações contábeis e mercado de capitais foi produzido por Lopes (2002).

Além das demonstrações contábeis propriamente ditas, a sua data de publicação também deveria produzir reflexos nos preços das ações, pois, a relevância da informação contábil, segundo Romney e Steinbart (2000, p. 15), “reduz a incerteza, melhora a habilidade de fazer previsões e permite corrigir ou confirmar expectativas”.

Com esta função, é de se esperar que demonstrações contábeis publicadas com antecedência, ou seja, mais próxima à data do seu fechamento tenham um reconhecimento maior por parte dos investidores do que demonstrações contábeis publicadas no limite do prazo legal. Entretanto, não é objetivo deste trabalho fazer prescrições normativas a respeito da data de publicação das demonstrações contábeis, mas sim atacar o tema com uma visão empírica, apoiada nos preceitos da teoria positiva da contabilidade.

Em virtude disto, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: *a data de publicação das demonstrações contábeis altera a percepção da informação contábil pelos investidores no mercado de capitais do Brasil?*

Para responder à questão de pesquisa, apresenta-se este trabalho, cujo objetivo é verificar, de modo empírico, a relevância da data da publicação dos relatórios contábeis no mercado de capitais brasileiro, considerando como hipótese geral que a data de publicação das demonstrações contábeis não impacta o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

2. Referencial Teórico

O referencial teórico deste trabalho contemplará, prioritariamente, aspectos relativos a informação contábil, hipótese de mercado eficiente e conteúdo informacional da contabilidade.

2.1 A Informação Contábil

Como ponto de partida para a discussão sobre qualquer tema relacionado à demonstração contábil e seu conteúdo informativo, faz-se necessária uma discussão sobre a informação contábil no seu aspecto conceitual, bem como suas qualidades qualitativas.

No âmbito interno das entidades, as informações contábeis se apresentam como essenciais ao processo de gestão e tomada pelas melhores decisões. Em relação ao âmbito externo tal importância das informações contábeis não diminui, assim como não difere do

âmbito interno, ao passo que são necessárias aos diversos usuários e investidores interessados pelo desempenho da gestão. Portanto, a contabilidade gera informações que, de maneira direta ou indiretamente, envolvem diversos entes sociais, tais como: pessoas, entidades, fisco, investidores, governo, instituições financeiras, outros.

Nesse sentido, Edwards e Bell (1964, p. 271 *apud* GOULART, 2003, p. 54) ressaltam que o principal objetivo a ser atingido pela reunião de dados contábeis [...] é prover informação útil para a avaliação das decisões empresariais passadas, e dos métodos utilizados nestas decisões. A avaliação, no caso, possui duas faces: (1) avaliação pela gestão, com o objetivo de tomar as melhores decisões possíveis de ação em um futuro incerto; (2) avaliação da gestão ou, mais amplamente, do desempenho da empresa, por acionistas, credores (incluindo bancos), agências governamentais de regulação, e outros usuários externos interessados, de maneira que possam também realizar melhores julgamentos com respeito às atividades da empresa.

O *Financial Accounting Standards Board* (Fasb), no *Statements of Financial Accounting Concepts* - SFAC 2 sugeriu uma série de características qualitativas da informação contábil. A primeira das características qualitativas da informação contábil proposta pelo FASB é a de benefícios e custos. A informação deve proporcionar benefícios maiores do que os seus custos. Apesar de ser extremamente simples, a análise custo-benefício é difícil, e segundo alguns autores até impossível (Demski *apud* Hendriksen e Van Breda, 1999). O FASB, no SFAC nº 2, parágrafo 136, ressalta esta dificuldade, ao afirmar que “muitos dos custos de fornecimento de informações recaem, inicialmente, sobre quem as prepara, enquanto os benefícios são auferidos tanto pelos seus produtores quanto pelos usuários. Em última instância, os custos e benefícios distribuem-se de maneira bastante ampla”. Devido a esta dificuldade, o FASB voltou sua atenção para um objetivo claro: a questão da utilidade. Para a utilidade, consideraram-se três características básicas: relevância, confiabilidade e comparabilidade.

O FASB, no SFAC nº 2, parágrafo 46, conceitua relevância como sendo “a capacidade que a informação teria de *fazer diferença* em uma decisão”. Este conceito de relevância é vital para o próprio conceito de informação, pois, se não houver a figura da relevância, tal fato não é uma informação.

O FASB, no SFAC nº 2 define confiabilidade como sendo “a qualidade da informação que garante que a mesma seja razoavelmente livre de erro e viés e represente fielmente o que visa representar”. Ainda segundo o FASB, a confiabilidade é função de fidelidade de representação, verificabilidade e neutralidade.

A fidelidade de representação é definida pelo FASB como “a correspondência ou concordância entre uma medida ou descrição e o fenômeno que visa representar”. Cita-se como exemplo um ativo e o valor monetário pago por ele. Neste caso, a contabilidade estaria representando com fidelidade o ativo adquirido.

Já a verificabilidade tem relação com a possibilidade de verificação da mensuração feita pela contabilidade. O FASB, no glossário do SFAC nº 2, define verificabilidade como sendo “a capacidade de assegurar, por meio do consenso entre mensuradores, que a informação representa o que se destina a representar, ou que o método de mensuração foi utilizado sem erro ou viés”.

Por fim, há a figura da neutralidade, que tem profunda relação com a verificabilidade. O FASB, no parágrafo 77 do SFAC nº 2 define viés como sendo “a tendência de uma medida situar-se mais de um lado do que de outro do que representa, em lugar de ter igual probabilidade de ficar em qualquer um dos lados”. Apesar de intrinsecamente relacionados,

neutralidade não é necessariamente a ausência de viés e sim, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p.100) “que não há viés na direção de um resultado predeterminado”. A neutralidade é importante, para que a contabilidade não seja usada para atingir padrões específicos de desempenhos individuais.

Além da utilidade, há também a figura da comparabilidade. Hendriksen e Van Breda (1999, p.101) definem comparabilidade como sendo “a qualidade da informação que permite aos usuários identificar semelhanças e diferenças entre dois conjuntos de fenômenos econômicos”. A comparabilidade depende de dois aspectos primordiais: uniformidade e consistência.

A uniformidade pressupõe que eventos iguais são representados de maneira idêntica. A uniformidade, entretanto, não deve servir como um gesso para as demonstrações contábeis, mas sim deve ter o objetivo de facilitar a comparabilidade. Segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p.102) a uniformidade pode ser definida como sendo “a qualidade de possuir características suficientemente parecidas pra tornar as comparações apropriadas”. Além da uniformidade, a consistência também deve existir para que a comparabilidade seja completa.

Hendriksen e Van Breda (1999, p.103) afirmam que “a consistência pode e deve ser interpretada mais amplamente, no sentido da divulgação, a cada período, de toda informação necessária relevante para que os usuários possam fazer previsões”. Em virtude disto, passa a ser um meio para se conseguir a relevância da informação contábil e não uma meta em si mesmo.

2.2 Hipótese de Mercado Eficiente - EMH

A Hipótese de Mercado Eficiente (EMH), desenvolvida no final da década de 60 e começo da década de 70, possibilitou um avanço nas pesquisas empíricas de finanças com relação ao mercado de capitais.

O uso da EMH pela Contabilidade como nova abordagem teórica foi possível porque essas novas teorias de finanças ofereceram à Contabilidade possibilidades de modelações econométricas para se testar a teoria econômica que relaciona as informações contábeis com a precificação de ativos financeiros (CARDOSO; MARTINS, 2004, p. 70).

Conforme já citado, Fama (1970) afirma que a EMH considera que os preços dos títulos refletiam integralmente e de forma não viesada, as informações disponíveis. Nenhuma informação relevante seria ignorada pelo mercado. Em virtude disto, Ross *et al* (1995) afirmam que a EMH possui algumas implicações tanto para investidores quanto empresas:

- a) Como a informação se reflete imediatamente nos preços, os investidores só devem esperar obter uma taxa normal de retorno. O conhecimento da informação no momento em que é divulgada não traz vantagem alguma para o investidor, visto que o preço se ajusta antes que o investidor tenha tido tempo para comprar ou vender a ação;
- b) As empresas devem esperar receber o valor justo pelos títulos vendidos, considerando que justo quer dizer que o preço recebido pelos títulos emitidos é o valor presente desses títulos.

Entretanto, apesar da suposição que o mercado reage imediatamente a toda informação disponível, na realidade, certas informações podem afetar os preços das ações mais rapidamente do que outras. Para lidar com velocidades distintas de reação, separam-se as informações em três tipos: informações a respeito de preços passados, informação publicamente disponível e toda informação possível. Esses tipos de informações deram origem a três classificações para a EMH: forma fraca, forma forte e forma semi-forte.

Na forma fraca, os preços das ações possuem um comportamento baseado em uma função aleatória (*random walk*), ou seja, o preço de uma ação hoje depende dos seus preços (e retornos), passados (realizados) (CARDOSO e MARTINS, 2004). Com esta forma de EMH, os preços das ações são verificados empiricamente por meio de séries temporais.

No extremo oposto à forma fraca, encontra-se a forma forte de EMH. Nesta forma, segundo Ross *et al* (1995, p.267), consideram que "os preços refletem toda informação, pública ou privada". Como os preços passados são também uma fonte de informações, logo, também são incorporados pela forma forte da EMH. Neste caso, considera-se que informações internas à empresa também são plenamente conhecidas pelo mercado, não tendo possibilidade alguma de alguém possuir uma informação privilegiada. De acordo com Cardoso e Martins (2004, p.79), "existem poucas evidências empíricas confiáveis de que o mercado seja eficiente na forma forte".

Por sua vez, a forma semi-forte é o ponto intermediário entre a forma fraca e a forma forte de EMH. Nesta forma, o conjunto de informações considera toda informação publicamente disponível. Este contexto informacional inclui os preços passados, preços correntes, índices setoriais, informações contábeis, excluindo-se todo e qualquer tipo de informação privilegiada. De acordo com Ross *et al* (1995, p.268) "as evidências em favor da eficiência semi-forte são mais convincentes do que aquelas que apoiam a eficiência forte, e para muitos fins parece ser razoável supor que o mercado seja eficiente no sentido semi-forte".

Considerando que as informações contábeis, bem como sua data de publicação são informações públicas e disponíveis, a forma semi-forte de EMH é considerada nas pesquisas empíricas relacionando a contabilidade ao mercado de capitais.

2.3 Conteúdo Informacional da Contabilidade

Um dos estudos pioneiros analisando o conteúdo informacional da contabilidade foi de Beaver (1968). Neste estudo, Beaver partiu do princípio de que o anúncio dos lucros altera a expectativa de fluxo futuro das empresas e, em contrapartida, o mercado reage alterando os preços segundo as probabilidades de realização de ganhos e riscos observados. Dessa forma, Beaver (1968) esperava encontrar uma variação de preços maiores na data do anúncio dos lucros contábeis do que em outros dias (BEZERRA; LOPES, 2004). Neste estudo, Beaver não procurava prever preços futuros das ações, mas sim demonstrar que a informação contábil possui valor informacional e é capaz de alterar expectativas de retornos futuros, assim como o volume de negociação na semana do anúncio dos lucros também sofria alteração.

Concomitante a Beaver (1968), há o estudo de Ball e Brown (1968). Neste estudo, os autores avaliaram o conteúdo informacional das demonstrações contábeis, utilizando uma amostra de 261 empresas entre os anos de 1957 e 1965. A intenção dos autores, assim como Beaver, não era prever preços futuros de ações, mas simplesmente verificar o sinal da variação no lucro não esperado, apresentado nas demonstrações contábeis com o sinal das variações nas taxas de retornos anormais médias. Os autores concluíram que existe uma correlação positiva entre os sinais da variação anormal nos lucros e a variação nos preços. Esta linha de pesquisa foi utilizada por diversos outros autores, como exemplo Foster (1977).

No Brasil, o estudo de Sarlo (2004) replicou o estudo de Ball e Brown (1968) utilizando dados de empresas brasileiras, chegando à conclusão que as evidências encontradas confirmam a relevância dos resultados contábeis divulgados como fonte de informação para os investidores no mercado acionário. Entretanto, para alguns ativos a reação dos retornos à divulgação das informações contábeis não foi observada.

Beaver, Clarke e Wright (1979) trilharam uma linha de pesquisa um pouco diferente. O estudo destes autores demonstrou a existência de uma relação entre a magnitude da variação nos lucros e a variação no retorno das ações.

O modelo teórico de Ohlson (1995) é muito útil para a pesquisa empírica em contabilidade, pois relaciona o lucro contábil, o patrimônio líquido contábil e o valor de mercado da empresa, além de possuir um componente de dinâmica informacional. Uma expansão ao modelo de Ohlson (1995) é o modelo de Feltham e Ohlson (1995), com a segregação entre ativos e resultados operacionais. O trabalho de Ohlson (1995) e o de Feltham e Ohlson (1995) influenciaram diversos outros trabalhos, tais como Myers (1999), Chatrathorn (2001), dentre outros e, no caso brasileiro, Lopes (2002) que fez um estudo sobre a relevância da informação contábil no mercado brasileiro de ações.

Brimble (2003) fez um estudo com empresas australianas entre os anos de 1988 e 1997, relacionando preços de ações, modelos de riscos e informações contábeis. Suas conclusões foram que o relacionamento entre não se deteriorou ao longo do tempo e que o tipo de relacionamento está se alterado, passando de um relacionamento linear para um relacionamento não linear.

Entretanto, alguns estudos chegam a conclusões não muito animadoras sobre o conteúdo informacional da contabilidade. O estudo de Bernard e Thomas (1990), por exemplo, indicou que os preços de ações não reagem adequadamente a anúncios de lucros de empresas. Por sua vez, encontraram uma certa reação ao lucro, porém de forma mais demorada do que o esperado.

Lev e Amir (1996) fizeram um estudo com companhias de telefone celular, combinando informações contábeis com informações não financeiras. A conclusão apresentada pelos autores foi que as informações contábeis só possuem relevância para a determinação do preço das ações quando combinadas com informações não financeiras.

Ressalte-se aqui que os estudos de Foster (1977), Beaver, Clarke e Wright (1979), Lev e Amir (1996) foram extraídos de Bezerra e Lopes (2004) e os estudos de Myers (1999) e Feltham e Ohlson (1995) foram extraídos de Cardoso e Martins (2004).

3 Metodologia

Para Rudio (1993, p.9), “a fim de merecer o qualificativo de científica, a pesquisa deve ser feita de modo sistematizado, utilizando, para isto, método próprio e técnicas específicas e procurando um conhecimento que se refira à realidade empírica.” Realidade empírica para o autor é “tudo que existe e pode ser conhecido através da experiência”.

Neste trabalho, a busca das respostas à questão-problema deu-se, fundamentalmente, por meio de pesquisa empírica. A hipótese desta pesquisa é:

H₀: as empresas com data de divulgação das demonstrações contábeis mais próximas ao início do ano não possuem informações contábeis mais relevantes para o mercado de capitais do que empresas com data de divulgação das demonstrações contábeis mais afastadas ao início do ano.

A abordagem da pesquisa é de natureza quantitativa-qualitativa. A quantitativa foi utilizada para desenvolver os cálculos estatísticos. Por sua vez, a abordagem qualitativa foi adotada para dar base e parametrizar os resultados quantitativos, visando a uma melhor análise geral da pesquisa.

No que concerne à abordagem quantitativa, Oliveira (2001, p.115) diz que “significa quantificar opiniões, dados, nas formas de coleta de informações, assim como também com o

emprego de recursos e técnicas estatísticas”. Por outro lado, a abordagem qualitativa, de acordo com Cortes (2002, p.237), “possibilita descrever as qualidades de determinados fenômenos ou objetos de estudo”.

A pesquisa empírica deu-se por meio de uma pesquisa documental. Segundo Lakatos e Marconi (2001, p. 174), “a característica da pesquisa documental é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias”.

A pesquisa deu-se por um estudo com a análise das demonstrações contábeis publicadas do ano de 2005 do conjunto de empresas listadas no índice IBrX da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Este índice, segundo a Bovespa, exclui “companhias que estiverem sob regime de concordata preventiva, processo falimentar, situação especial, ou ainda que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação”. Além das demonstrações contábeis, foram utilizadas as cotações das ações e volume de negociação de um período de seis semanas ao redor da data de publicação das demonstrações, sendo três semanas antes e três semanas depois.

Sendo assim, a população da pesquisa são as empresas com as 100 ações de maior liquidez. Contudo, algumas empresas possuem mais de uma classe ações, restando, portanto, uma população de 84 empresas.

A amostra da pesquisa foi de 68 empresas. O trabalho com amostra deu-se pelo fato de não haver dados completos, seja contábeis ou de cotação de ações para algumas empresas no período analisado.

A técnica estatística selecionada para a realização da pesquisa foi análise de regressão. Através desta técnica será possível calcular o nível de sensibilidade entre a data de publicação das demonstrações contábeis e as informações do mercado de capitais das empresas estudadas. Ressalte-se que, para todos os testes estatísticos, foi utilizado um nível de significância de 5%.

Para este modelo, foram testados os pressupostos da regressão, de acordo com Corrar e Theóphilo (2004), sendo eles: multicolinearidade das variáveis independentes, normalidade dos resíduos, autocorrelação serial e heterocedasticidade.

As variáveis dependentes do modelo são:

- a) Preço da ação: para o preço da ação foi utilizada a cotação de fechamento das ações na Bovespa;
- b) Retornos: calculado pela diferença entre o retorno da ação e o retorno de mercado. Neste caso, duas variáveis foram utilizadas para estimar o retorno de mercado: retorno do Ibovespa e o retorno do IBrX;
- c) Número de negócios: número de negócios efetuados com a ação. Esta variável inclui a quantidade física de negócios, independentemente do seu volume financeiro.

Variáveis independentes:

- a) Resultados: lucro ou prejuízo líquido do exercício e o resultado operacional da data da publicação, neste caso, 31 de dezembro de 2005;
- b) Lucro anormal: para o cálculo do lucro anormal foi utilizado o conceito de *naive model* desenvolvido por Ball & Brawn (1968). Neste modelo, o lucro anormal é a diferença entre o

lucro do período atual e o lucro do período anterior, neste caso o resultado do ano de 2005 menos o resultado do ano de 2004;

c) Valor do Ativo: valor total do ativo da data da publicação, neste caso, 31 de dezembro de 2005;

d) Valor do Patrimônio Líquido: valor total do patrimônio líquido da data da publicação, neste caso, 31 de dezembro de 2005;

e) Retorno: Retorno sobre o Ativo e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. Caso as duas variáveis tenham alta correlação, será escolhida a mais relevante dentre elas;

f) Nº de dias de publicação: número de dias decorridos entre o encerramento do exercício e a data da publicação. É esperado que quanto mais cedo as demonstrações contábeis são publicadas, mais relevantes se tornam para o mercado de capitais;

g) Diferença de dias: mostra a diferença entre o número de dias decorridos entre o encerramento do exercício e a data da publicação no ano de 2005 e no ano de 2004. É esperado que se a empresa publicou mais cedo do que no ano anterior, mais relevantes se tornam para o mercado de capitais e vice versa.

Como existem quatro variáveis dependentes, logo serão feitos quatro modelos para a verificação da relevância da data de publicação das demonstrações contábeis no mercado de capitais

O primeiro modelo terá como hipótese que as variáveis independentes impactam o preço das ações, fazendo com que o comportamento dos preços seja alterado com a publicação das demonstrações contábeis.

O segundo e terceiro modelos terão como hipóteses que as variáveis independentes impactam o retorno da ação. Neste caso serão dois modelos, visto que será utilizada uma variável dependente considerando como base para o retorno o Ibovespa e uma outra variável dependente considerando como base para o retorno o IBrX. Estes três primeiros modelos estudarão o impacto das variáveis independentes no preço das ações.

Finalmente, o quarto modelo terá como hipótese que as variáveis independentes impactam a quantidade de negócios da ação. Neste caso, é de se esperar que a quantidade de negócios aumente com a publicação das demonstrações contábeis.

Entretanto, todo tipo de pesquisa possui limitações. Marconi e Lakatos (1999, p.31) afirmam que um dos limites para a investigação é que “nem sempre se pode abranger todo o âmbito no qual o fato se desenrola”. As principais limitações desta pesquisa são:

a) O tamanho da amostra faz com que os resultados não possam ser estendidos ao conjunto total de empresas listadas em bolsa. Esta limitação é atenuada diante do fato de terem sido consideradas, para efeito desta pesquisa, as ações de maior liquidez da Bolsa de Valores de São Paulo, o que faz com que a amostra seja bastante representativa no conjunto de número de negócios e volume financeiro;

b) A pesquisa foi realizada com demonstrações apenas do ano de 2005. Em virtude disto, os resultados não podem ser estendidos aos períodos anteriores ou posteriores a esta data.

Apesar dessas limitações, as conclusões obtidas por meio do estudo cuidadoso e de critérios científicos adotados no desenvolvimento do trabalho, todavia, não são invalidadas por essas limitações, sendo possível a conclusão sobre a relevância da data de publicação das demonstrações contábeis no mercado de capitais.

4 Resultados Encontrados

Os resultados encontrados na pesquisa foram agrupados dentro de cada um dos modelos testados.

4.1 Variável Dependente: Preço da Ação

O primeiro modelo tem como finalidade averiguar se a data de publicação das demonstrações contábeis afeta o preço da ação. A hipótese do modelo é a seguinte:

H₀: As variáveis contábeis e o número de dias de publicação afetam o preço da ação, sendo que as variáveis contábeis afetam o preço positivamente e o número de dias de publicação afeta o preço negativamente.

Analisando os modelos de regressão com todas as variáveis independentes, pelo método *Stepwise*, foi obtido um modelo com as seguintes variáveis independentes: Constante, Patrimônio Líquido, Lucro Líquido, Ativo, Retorno sobre o Ativo, Resultado Operacional, N° de dias Transcorridos.

A regressão múltipla para este modelo forneceu os resultados estatísticos expressos na Tabela 1.

Tabela 1 - Resumo: Regressão Preço da Ação

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
0,602	0,362	0,360	74,5021

Fonte: dados da pesquisa

O modelo apresenta um R quadrado e 0,362, o que mostra que as variáveis independentes explicam 36,2% do valor futuro das ações.

Uma explicação para este R quadrado não tão alto pode ser a presença de autocorrelação serial positiva (Durbin Watson = 0,72). Segundo Matos (2000), uma das causas de autocorrelação serial é a omissão de variável explicativa. Esta afirmação é viável no modelo, pois somente estas variáveis não são suficientes para a explicação do comportamento do preço da ação. Se fossem incluídas mais variáveis provavelmente a estatística Durbin Watson se aproximaria de 2 (valor ideal) e o R quadrado seria maior.

No resultado da ANOVA, o modelo apresentou-se com a rejeição da hipótese nula dos coeficientes das variáveis independentes em conjunto serem iguais a zero, como mostra a Tabela 2.

Tabela 2 - ANOVA: Preço da Ação

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	6115655,137	6	1019275,856	183,635	,000(f)
Residual	10779189,074	1942	5550,561		
Total	16894844,210	1948			

Fonte: dados da pesquisa

Os coeficientes da regressão para o modelo apresentaram os resultados e estatísticas constantes na Tabela 3.

Tabela 3 - Análise dos Coeficientes: Regressão Preço da Ação

Coefficientes	Beta	Std. Error	T	Sig.
Constante	22,909	4,334	5,286	0,000
Patrimônio Líquido	2,145E-05	0,000	32,804	0,000
Lucro Líquido	5,510E-05	0,000	-19,235	0,000

Total do Ativo	2,345E-07	0,000	-5,106	0,000
Retorno do Ativo	82,040	21,942	3,739	0,000
Resultado Operacional	5,481E-06	0,000	-3,597	0,000
Nº de dias Transcorridos	-0,123	0,056	-2,198	0,028

Fonte: dados da pesquisa

Pela análise dos coeficientes, observa-se que as variáveis independentes são válidas, afinal tem um valor-p (Sig. no SPSS) menor do que o nível de significância utilizado na pesquisa (5%), rejeitando-se então a hipótese nula que os coeficientes são iguais a zero. Na análise, observa-se também que o comportamento das variáveis foi o esperado, pois as variáveis de patrimônio líquido, lucro líquido, total do ativo, retorno do ativo e resultado operacional assumem um valor positivo, possuindo assim o mesmo comportamento do preço da ação e a variável número de dias transcorridos possui um sinal negativo, ou seja, quanto mais tempo leva para uma empresa publicar suas demonstrações, menor fica o seu preço, penalizando assim as empresas que demoram a divulgar suas demonstrações.

Em virtude disto, se aceita a hipótese, pois tanto as variáveis contábeis quanto o número de dias transcorridos afetaram o preço da ação de acordo com a hipótese apresentada.

4.2 Variável Dependente: Retorno Ibovespa

O segundo modelo tem como finalidade averiguar se a data de publicação das demonstrações contábeis afeta o retorno da ação. A hipótese do modelo é a seguinte:

H₀: As variáveis contábeis e o número de dias de publicação afetam o retorno da ação, sendo que as variáveis contábeis afetam o retorno positivamente e o número de dias de publicação afeta o retorno negativamente.

A variável dependente de retorno foi calculada comparando o retorno da ação ao retorno do Ibovespa, sendo a variável a resultante da diferença entre os dois retornos.

Analisando os modelos de regressão com todas as variáveis independentes, pelo método *Stepwise*, foi obtido um modelo com a seguinte variável independente: Constante e Nº de dias transcorridos.

A regressão para este modelo forneceu os resultados estatísticos expressos na Tabela 4.

Tabela 4 - Resumo: Regressão Retorno da Ação (Ibovespa)

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
0,051	0,003	0,002	2,3487934

Fonte: dados da pesquisa

O modelo apresenta-se muito fraco, visto que o R quadrado é de apenas 0,003 e o R quadrado ajustado é de 0,002. Apesar dos R serem muito baixos, no resultado da ANOVA, o modelo apresentou-se com a rejeição da hipótese nula dos coeficientes das variáveis independentes em conjunto serem iguais a zero, como mostra a Tabela 5.

Tabela 5 - ANOVA: Regressão Retorno Ação (Ibovespa)

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	27,858	1	27,858	5,050	,025(a)
Residual	10741,268	1947	5,517		
Total	10769,127	1948			

Fonte: dados da pesquisa

Os coeficientes da regressão para o modelo apresentaram os resultados e estatísticas constantes na Tabela 6.

Tabela 6 - Análise dos Coeficientes: Regressão Retorno da Ação (Ibovespa)

Coeficientes	B	Std. Error	t	Sig.
Constante	0,262	0,123	2,136	0,033
Nº de dias Transcorridos	-0,004	0,002	-2,247	0,025

Fonte: dados da pesquisa

Pela análise dos coeficientes, observa-se que a variável independente é válida, afinal tem um valor-p (Sig. no SPSS) menor do que o nível de significância utilizado na pesquisa (5%), rejeitando-se então a hipótese nula que os coeficientes são iguais a zero. Na análise, observa-se também que o comportamento das variáveis foi o esperado, pois a variável número de dias transcorridos possui um sinal negativo, ou seja, quanto mais tempo leva para uma empresa publicar suas demonstrações, menor fica o seu retorno, penalizando assim as empresas que demoram a divulgar suas demonstrações. Entretanto, nenhuma variável contábil foi aceita na regressão.

Em virtude disto, se aceita parcialmente a hipótese, visto que não foi possível verificar nenhuma variável contábil afetando o retorno da ação. Entretanto, a variável número de dias transcorridos afetou o retorno da ação de acordo com a hipótese apresentada.

4.3 Variável dependente: retorno IBrX

Este modelo é praticamente idêntico ao anterior. A única diferença é que, ao invés de utilizar o Ibovespa como indicador de mercado, será usado o IBrX. Em virtude disto, a hipótese para este modelo será a mesma do anterior.

A diferença é que neste modelo, a variável dependente retorno foi calculado comparando o retorno da ação ao retorno do IBrX a variável a resultante da diferença entre os dois retornos.

Analisando os modelos de regressão com todas as variáveis independentes, pelo método *Stepwise*, foi obtido um modelo com a seguinte variável independente: Constante e Nº de dias Transcorridos.

A regressão para este modelo forneceu os resultados estatísticos expressos na Tabela 7.

Tabela 7 - Resumo: Regressão Retorno da Ação (IBrX)

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
0,069	0,005	0,004	2,5190476

Fonte: dados da pesquisa

O modelo apresenta-se muito fraco, visto que o R quadrado é de apenas 0,005 e o R quadrado ajustado é de 0,004, apresentando resultados muito semelhantes aos da regressão anterior. Apesar dos R serem muito baixos, no resultado da ANOVA, o modelo apresentou-se com a rejeição da hipótese nula dos coeficientes das variáveis independentes em conjunto serem iguais a zero, como mostra a Tabela 8.

Tabela 8 - ANOVA: Regressão Retorno da Ação (IBrX)

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	59,418	1	59,418	9,364	,002

Residual	12354,885	1947	6,346	
Total	12414,303	1948		

Fonte: dados da pesquisa

Os coeficientes da regressão para o modelo apresentaram os resultados e estatísticas constantes na Tabela 9.

Tabela 9 - Análise dos Coeficientes: Regressão Retorno da Ação (IBrX)

Coeficientes	B	Std. Error	t	Sig.
Constante	0,469	0,131	3,566	0,000
Nº de dias Transcorridos	-0,006	0,002	-3,060	0,002

Fonte: dados da pesquisa

Pela análise dos coeficientes, observa-se que a variável independente é válida, afinal tem um valor-p (Sig. no SPSS) menor do que o nível de significância utilizado na pesquisa (5%), rejeitando-se então a hipótese nula que os coeficientes são iguais a zero. Na análise, observa-se também que o comportamento das variáveis foi o esperado, pois a variável número de dias transcorridos possui um sinal negativo, ou seja, quanto mais tempo leva para uma empresa publicar suas demonstrações, menor fica o seu retorno, penalizando assim as empresas que demoram a divulgar suas demonstrações. Entretanto, nenhuma variável contábil foi aceita na regressão.

Em virtude disto, se aceita parcialmente a hipótese, visto que não foi possível verificar nenhuma variável contábil afetando o retorno da ação. Entretanto, a variável número de dias transcorridos afetou o retorno da ação de acordo com a hipótese apresentada. A conclusão e o modelo desta hipótese foram muito semelhantes ao anterior, o que é plausível, visto que as hipóteses eram semelhantes.

4.4 Variável Dependente: Número de Negócios

Finalmente o último modelo tem como finalidade averiguar se a data de publicação das demonstrações contábeis afeta o número de negócios em torno da ação. A hipótese do modelo é a seguinte:

H₀: As variáveis contábeis e o número de dias de publicação afetam o número de negócios, sendo que as variáveis contábeis afetam o número de negócios positivamente e o número de dias de publicação afeta o número de negócios negativamente.

Analisando os modelos de regressão com todas as variáveis independentes, pelo método *Stepwise*, foi obtido um modelo com as seguintes variáveis independentes: Constante, Patrimônio Líquido, Retorno do Ativo e Nº de dias Transcorridos.

A regressão para este modelo forneceu os resultados estatísticos expressos na Tabela 10.

Tabela 10 - Resumo: Regressão Número de Negócios

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
0,414	0,171	0,169	293,511

O modelo não apresenta um R quadrado alto, apenas de 0,171, o que mostra que as duas variáveis tem um poder baixo de determinar o número de negócio com as ações. Neste caso, assim como no primeiro modelo, ressalta-se o valor de Durbin-Watson muito baixo (0,488) o que faz com que o problema de autocorrelação serial positiva esteja presente.

No resultado da ANOVA, o modelo apresentou-se com a rejeição da hipótese nula dos coeficientes das variáveis independentes em conjunto serem iguais a zero, como mostra a Tabela 11.

Tabela 11 - ANOVA: Regressão Número de Negócios

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	34565810,306	4	8641452,577	100,309	,000(d)
Residual	167473019,368	1944	86148,673		
Total	202038829,674	1948			

Os coeficientes da regressão para o modelo apresentaram os resultados e estatísticas constantes na Tabela 12.

Tabela 12 - Análise dos Coeficientes: Regressão Número de Negócios

Coeficientes	B	Std. Error	t	Sig.
Constante	88,153	16,630	5,301	0,000
Patrimônio Líquido	7,535E-06	0,000	11,733	0,000
Retorno do Ativo	1,591	0,248	6,405	0,000
Nº dias Transcorridos	-33,405	83,675	-3,996	0,000

Pela análise dos coeficientes, observa-se que as variáveis independentes são válidas, afinal tem um valor-p (Sig. no SPSS) menor do que o nível de significância utilizado na pesquisa (5%), rejeitando-se então a hipótese nula que os coeficientes são iguais a zero. Na análise, observa-se também que o comportamento das variáveis foi o esperado, pois as variáveis de patrimônio líquido e retorno do ativo assumem um valor positivo, possuindo assim o mesmo comportamento do número de negócios e a variável número de dias transcorridos possui um sinal negativo, ou seja, quanto mais tempo leva para uma empresa publicar suas demonstrações, menor fica o seu volume de negociação, ou seja, faz com que as demonstrações contábeis percam a sua relevância, penalizando assim as empresas que demoram a divulgar suas demonstrações.

Em virtude disto, aceita-se a hipótese pois, tanto as variáveis contábeis quanto o número de dias transcorridos afetaram o número de negócios da ação de acordo com a hipótese apresentada.

4.5 Conclusões da Pesquisa

Conforme os modelos apresentados, o número de dias de publicação e as variáveis contábeis produziram alguma influência no preço da ação, nos retornos e no número de negócio. Entretanto, os modelos são fracos, possuindo um R quadrado baixo ou no máximo razoável, sendo que, em dois modelos (retorno), as variáveis contábeis não produziram efeito algum. Um outro problema destes modelos é a presença de autocorrelação serial positiva. Segundo Matos (2000), “se a autocorrelação for positiva, os erros-padrões serão subestimados e, conseqüentemente, os valores da estatística t, superestimados. ... A autocorrelação positiva é mais danosa, porque existirá, no caso do teste t, o risco de rejeitar-se a hipótese nula de ausência de efeito, quando se deveria aceitá-la”.

Em virtude disto, conclui-se que o número de dias de publicação juntamente com as variáveis contábeis produziram evidências empíricas que podem ter efeito no preço da ação e no número de negócios. Em relação aos retornos, apenas o número de dias de publicação trouxe algum efeito. Como os modelos possuem autocorrelação positiva, não é possível quantificar exatamente qual o efeito desta informação na variável dependente.

Entretanto, não era objetivo da pesquisa quantificar o efeito e sim verificar se este efeito existia, o que foi comprovado pelas evidências empíricas observadas no modelo que relacionou o tipo de parecer e o lucro anormal com o preço futuro das ações.

5. Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi verificar, de modo empírico, a relevância da data da publicação dos relatórios contábeis no mercado de capitais brasileiro, considerando como hipótese geral que a data de publicação das demonstrações contábeis não impacta o comportamento do mercado de capitais brasileiro, considerando como hipótese geral que a data de publicação das demonstrações contábeis não impacta o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

Pela análise da pesquisa apresentada, rejeitou-se a hipótese que a data de publicação das demonstrações contábeis não impacta o comportamento do mercado de capitais brasileiro, visto que o número de dias de publicação das demonstrações, juntamente com variáveis contábeis, causou impacto no preço das ações e no número de negócios. Entretanto, ressalte-se que o número de dias de publicação das demonstrações de forma isolada causou impacto também nos retornos das ações.

Entretanto, esta pesquisa não tem por objetivo ser única e definitiva. Ressalte-se que os resultados da pesquisa são apenas em relação à amostra e ao período analisado, não sendo possível fazer a extrapolação dos dados para períodos subsequentes.

Pesquisas futuras são relevantes principalmente para se testar se, em outros períodos e com outras amostras, os resultados se mantêm ou se tornam divergentes, visto que, como os resultados são para um período e amostra específicos, sendo que pesquisas futuras podem chegar a conclusões discordantes desta.

REFERÊNCIAS

- BALL, R.; BROWN, P. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. Journal of Accounting Research, Vol.6, n. 2, 1968.
- BEAVER, W. H. *The Information Content of Annual Earnings Announcements*. Journal of Accounting Research, Vol. 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, 1968.
- BERNARD, V.; THOMAS, J. *Evidence That Stock Prices do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings*. Journal of Accounting and Economics, v. 13, 1990.
- BEZERRA, Francisco Antonio; LOPES, Alexsandro Broedel. Lucro e Preço das Ações. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coords.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.
- BOVESPA. *Bolsa de Valores de São Paulo*. Apresenta informações sobre a metodologia de composição do índice IBrX. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 08 de janeiro de 2005.
- BRIMBLE, M. A. *The Relevance of Accounting Information for Valuation and Risk*. 2003. Tese (Doctor of Philosophy), School of Accounting, Banking and Finance, Griffith University, Brisbane, Australia.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coords.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

CFC.- *Conselho Federal de Contabilidade - Normas Brasileiras de Contabilidade – NBC T 1*. Disponível em <<http://www.cfc.org.br>>. Acesso em 26 de dezembro de 2004.

CHATRAPHORN, P. *Accounting for Business Combinations: A Test for Long-Term Market Memory*. 2001. Dissertação (Doctor of Philosophy In Business Administration with a Concentration in Accounting), Virginia Polytechnic Institute and State University, Blacksburg, Virginia.

CORRAR, Luiz João; THEÓPHILO, Carlos Renato (Coords.). *Pesquisa Operacional Para Decisão em Contabilidade e Administração: Contabilometria*. São Paulo: Atlas, 2004.

CORTES, Soraya M. Vargas. Como fazer análise qualitativa de dados. In: BÊRNI, Duílio de Ávila. *Técnicas de Pesquisa em Economia*. São Paulo: Saraiva, 1992.

DIAS FILHO, José Maria; MACHADO, Luiz Henrique Baptista. Abordagens da Pesquisa em Contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coords.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*. Journal of Finance, v. 25, art. 2, dez. 1969.

FASB, *Financial Accounting Standards Board, Statements of Financial Accounting Concepts* Nº. 2 - Qualitative Characteristics of Accounting Information, disponível em <<http://www.fasb.org>>. Acesso em 22 de dezembro de 2004.

GOULART, André Moura Cintra. *Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil*. 2003. 202f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

HENDRIKSEN, Eldon Sende; VAN BREDA, Michael. F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. *Fundamentos de Metodologia Científica*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel. *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Técnicas de Pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MATOS, Orlando Carneiro de. *Econometria Básica*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

OHLSON, J. Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, nº 2, 1995.

OLIVEIRA, Sérgio Luiz de. *Tratado de Metodologia Científica*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2001.

ROMNEY, Marshall B.; STEINBART, Paul John. *Accounting Information Systems*. 8. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2000.

ROSS, Stephen A.; WESTERFILED, Randolph. W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.

RUDIO, Franz Victor. *Introdução ao Projeto de Pesquisa Científica*. Petrópolis: Vozes, 1993.

SARLO, A. Neto. *A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro*. 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis – nível profissionalizante), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, FUCAPE, Vitória.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.