

O IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS NA VARIÇÃO DO PREÇO DE ATIVOS NO MERCADO FINANCEIRO

Autores:

RICARDO FRANCELI DA SILVA

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

LUIZ PAULO LOPES FÁVERO

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

RESUMO

As peculiaridades de cada mercado internacional e dos sujeitos mais atuantes nestes exigem da Contabilidade cada vez informações mais específicas e próprias para suas decisões, sejam essas decisões de investimentos, de concessão de crédito, de fiscalização ou até mesmo operacionais e estratégicas das próprias empresas. Alguns trabalhos já foram desenvolvidos acerca da relação entre informação contábil e preço das ações no Brasil, e com esse estudo pretende-se testar e desenvolver hipóteses para verificar a efetividade da função fundamental da Contabilidade, a de fornecer informações relevantes aos seus usuários e ampliar a discussão acerca do assunto. Segundo Teweles et al., a teoria da confiança assume que o fator básico para a variação no preço das ações é o incremento ou a redução da confiança do investidor no futuro do preço das ações, resultado da empresa e dividendos. Pode-se concluir, com base nos resultados das análises realizadas, que no caso das ações ordinárias o que tem impacto na variação de seus preços são aspectos relacionados ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos, as preferenciais apresentaram como explicação o resultado e o total da dívida bruta (ou sua relação). No caso das ações negociadas na NYSE, a regressão chegou a uma explicação baixa da variação dos preços, e é similar ao identificado nas ações preferenciais da BOVESPA. As ações negociadas na NASDAQ foram as que se distinguiram mais, onde identificamos um impacto do resultado principalmente através do lucro líquido e margem EBITDA, evidenciando dessa forma, a valorização de empresas de qualquer tamanho que tenham uma margem EBITDA alta.

Palavras-Chave

Mercado Financeiro, ações, informações contábeis e financeiras, precificação de ativos, relevância da Contabilidade e capacidade informacional.

1. INTRODUÇÃO

Com o intuito de exercer sua função histórica, a Contabilidade atravessou os anos demonstrando fundamentalmente o valor dentro da empresa, seja a medida de seu Patrimônio Líquido, de seu Fluxo de Caixa ou do impacto de sua atuação na sociedade. Com a evolução dos mercados, principalmente os de Crédito e de Capitais, a sua função também evoluiu, adaptando-se a este novo cenário.

As peculiaridades de cada mercado internacional e dos sujeitos mais atuantes nestes exigem da Contabilidade cada vez informações mais específicas e próprias para suas decisões, sejam essas decisões de investimentos, de concessão de crédito, de fiscalização ou até mesmo operacionais e estratégicas das próprias empresas, tornando este um campo de estudo bastante vasto para os acadêmicos das Finanças.

Com esse estudo pretende-se testar e desenvolver hipóteses para verificar a efetividade da função fundamental da Contabilidade, a de fornecer informações relevantes aos seus usuários. O primeiro estudo sobre o tema foi dos autores Ball e Brown, intitulado *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, publicado em 1968. O intuito deste trabalho foi identificar a relação entre o sentido do lucro e do preço das ações negociadas na Bolsa de Nova York e dessa maneira provar a relevância das demonstrações contábeis divulgadas.

Depois disso seguiram-se as divulgações de diversos outros trabalhos, entre os mais importantes verificamos o de Beaver, Clark e Wright que estudaram o impacto do tamanho dos lucros e identificaram que não há uma correlação perfeita entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações, sofrendo grande impacto de fatores presentes no ambiente econômico, entre eles variáveis micro e macroeconômicas (taxa de juros) e características do mercado acionário (liquidez, por exemplo).

Apesar do grau de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ainda estar muito distante do mercado americano ou inglês, e por conta disso ter características próprias muito distintas desses dois, alguns trabalhos já foram desenvolvidos acerca desse tema no Brasil, entre eles, pode-se citar Perobelli e Ness (2000), Bernardo (2001), Lopes (2001), Martinez (2002) e Sarlo Neto (2003), que tiveram basicamente como objetivo avaliar a relação entre os resultados contábeis e os preços das ações. Um dos últimos trabalhos nacionais divulgados é o realizado por Lopes, Sarlo Neto, Loss e Teixeira (2005), que tem a intenção de avaliar o impacto dessas informações também levando em consideração a segregação entre ações Ordinárias e Preferenciais.

Pretende-se com essa pesquisa ampliar a discussão acerca da efetividade das demonstrações contábeis e responder não só a pergunta de que a informação contábil divulgada possui relevância para a variação dos preços das ações no mercado brasileiro, mas também identificar quais dados contábeis têm maior influência na variação de preços de ativos nos mercados financeiros, fazer uma análise comparativa entre as informações que têm maior impacto no mercado brasileiro e americano, além de explorar minúcias como a distinção entre variáveis que têm impacto em ações ordinárias e preferenciais, ativos disponíveis na Bovespa, Nyse e Nasdaq.

Um ponto que pode ser considerado crítico é a limitação do escopo do trabalho, deixando de fora das análises variáveis muito importantes e que certamente teriam impacto significativo na variação dos preços dos ativos aqui estudados. Entre essas informações pode-

se citar, por exemplo, o preço de *commodities*, eventos economicamente significativos, como crises e agitações políticas, divulgações de índices básicos das economias dos países estudados, anúncios governamentais referentes a normatização e regularização de determinados setores (como o bancário e energético), nível de governança adotado por cada uma das empresas, anúncios de investimentos em infra-estrutura e anúncios relevantes referentes à contingências ou alterações na legislação tributária. Além disso, de acordo com a metodologia utilizada, os dados utilizados para cada empresa são possivelmente referentes a meses distintos, gerando dessa maneira distorções causadas por alterações nas variáveis aqui não consideradas e supracitadas há pouco. Além disso, há que se considerar também características que são comuns a mercados pouco desenvolvidos, como pouca proteção aos acionistas minoritários e alta concentração do controle acionário, que contribuem reciprocamente para a sua manutenção. Além disso, no caso do mercado norte-americano, o nível de governança e transparência da empresa passou a ter um grande peso nas decisões sobre investimentos depois dos escândalos financeiros que envolveram grandes executivos de sólidas e renomadas empresas americanas, entre as quais se pode citar a Enron e Worldcom.

Revisão da Bibliografia

Os critérios utilizados pelo mercado para se determinar o preço justo para uma ação foram largamente explorados pelos acadêmicos e duas teorias definem a movimentação do mercado. A primeira, chamada de “Teoria Convencional”, diz que a variação do preço das ações ocorre em consequência da tentativa de antecipação às alterações na rentabilidade da empresa. Já a segunda, conhecida como a “Teoria da Confiança”, mais explorada recentemente na literatura acadêmica, diz que o fator que leva a alterações do preço das ações é na verdade o aumento ou a diminuição da confiança dos investidores no futuro do preço das ações, da rentabilidade da empresa e dos dividendos. Muito mais subjetiva que a primeira, ela argumenta que o preço das ações pode ser explicado pela psicologia do mercado ao invés de fundamentos estatísticos.

A Teoria Convencional do Preço das Ações

[...] Resumido em termos mais simples, pode ser definida dessa maneira. A causa básica da movimentação dos preços das ações é a antecipação às mudanças nos resultados da empresa.

O resultado esperado, de acordo com a teoria convencional, é de que todas as alterações nas condições fundamentais afetem os resultados da empresa, individualmente ou em grupo. Essas alterações na rentabilidade irão, por sua vez, afetar os dividendos. A crença é de que o resultado constitui o fator mais importante na determinação do preço das ações. [...]

A teoria considera os dividendos como um fator importante, mas dá a eles atenção secundária. Essa é a crença de que os dividendos devam seguir o resultado da empresa e irão variar quando o resultado variar. [...]

A Teoria da Confiança do Preço das Ações

[...]

Na opinião de algumas pessoas, no entanto, essa teoria tem tanta ênfase quanto à teoria convencional. Na visão de muitas recentes descobertas do mercado, uma boa argumentação pode ser formada para defini-la como a explicação dominante para a variação no preço das ações.

A teoria pode ser formalizada nos seguintes termos: O fator básico para a variação no preço das ações é o incremento ou a redução da confiança do investidor no futuro do preço das ações, resultado da empresa e dividendos.

[...] Na verdade, a teoria é fundamentalmente diferente da convencional porque explica o preço da ação com base na psicologia do mercado ao invés de usar fundamentos estatísticos. (tradução nossa - TEWELES, BRADLEY, TEWELES, 1992).

Segundo essa explanação, verifica-se um argumento que pode afetar significativamente o resultado desse estudo. Se o comportamento do mercado é explicado pela psicologia (tema hoje também conhecido como finanças comportamentais), essa faceta não poderia ser demonstrada através das demonstrações contábeis e o estudo de suas relações com o comportamento do preço das ações. Dessa maneira, segundo os autores um percentual significativo da explicação do preço das ações estaria sendo desconsiderado nesse trabalho, o que poderá ser averiguado quando do resultado das avaliações realizadas.

Na literatura nacional se verifica alguns estudos relacionados a esse assunto:

A decisão de investir em ações deve ser precedida de uma análise das expectativas dos rendimentos a serem auferidos ao longo do prazo de permanência em determinada posição acionária e, também, da valorização que venha a ocorrer nesses valores mobiliários [...]. Apesar do processo de decisão de investimento acionário ser, muitas vezes, desenvolvido de maneira mais intuitiva, é indispensável para efeito de um posicionamento mais racional do mercado, que a aplicação financeira seja reflexo de uma avaliação mais formal desses ativos. (ASSAF NETO, 2000).

A avaliação do comportamento dos ativos financeiros segue, de acordo com as teorias de finanças, normalmente dois critérios: as análises técnica e fundamentalista. A análise técnica, que também é conhecida como análise gráfica estabelece projeções do comportamento das ações a partir de padrões observados no desempenho passado do mercado, se baseando principalmente nos parâmetros de oferta e procura desses ativos e a evolução de seu preço. Segundo esse modelo, pressupõe-se que as variações nos preços das ações guardam uma relação entre si, descrevendo uma tendência de mercado. Já a análise fundamentalista:

Análise fundamentalista adota a hipótese da existência de um valor intrínseco para cada ação, com base nos resultados apurados pela empresa emitente. O estudo

dessa análise está baseado no desempenho econômico e financeiro da empresa e processa, ainda, sofisticadas avaliações e comparações setoriais, bursáteis e conjunturais.

A técnica fundamentalista considera a análise das variáveis internas e externas à empresa, as quais exerceram influências sobre seu desempenho e, em consequência, sobre o valor intrínseco das ações. Os principais subsídios desse critério de análise são os demonstrativos financeiros da empresa e os diversos dados e informações referentes ao setor econômico de atividade, ao mercado acionário e à conjuntura econômica. (ASSAF NETO, 2000).

A análise fundamentalista pressupõe a efetividade das informações financeiras divulgadas e se baseia nessas para determinar a projeção da variação no preço dos ativos financeiros. No entanto, parte da variação no preço de um ativo pode ser explicada pela análise técnica, que se baseia principalmente nos parâmetros associados à liquidez dos papéis, como oferta e procura desses papéis e às cotações dos preços.

De acordo com Van Horne (1998), “no contexto de um mercado eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao desempenho esperado”. Ou seja, subentende-se que todas as informações disponíveis no mercado acerca da empresa emitente foram absorvidas pelos investidores, e aí se incluem as demonstrações contábeis, foram recebidas e processadas pelo mercado como um todo, e influenciam o preço dos ativos. Baseado na teoria do Mercado Eficiente, portanto, crê-se na importância das divulgações de informações contábeis como determinantes dos preços dos ativos.

Na pesquisa Ball e Brown de 1968 e em outras realizadas posteriormente encontrou-se resultados onde a correlação perfeita (igual a 1) não foi verificada entre o lucro e o preço das ações. Encontrou-se, é verdade, o mesmo sentido das duas variáveis, no entanto com intensidades diferentes.

Parte do motivo para a falta de correlação perfeita está no fato de que os preços captam o impacto de um conjunto de informações muito mais amplo que o representado apenas por lucros contábeis. Por exemplo, os preços reagem a coisas tão exóticas como boatos de guerra e tão corriqueiras quanto variações da taxa de juros de Letras do Tesouro. (HENDRIKSEN E VAN BREDA, 1999).

Por exemplo, em pesquisa seguindo a mesma linha da supracitada, Park e Pincus (1997) identificaram a correlação do endividamento com a variação do preço da ação. Já Terra (1993) verificou influência da proximidade da data de vencimento de opções de compra e Sarlo Neto (2002) investigou a influência da regulamentação sobre a elaboração das demonstrações contábeis dos setores elétrico e financeiro.

Para que se possa identificar o que pode afetar o impacto das informações financeiras e contábeis na variação do preço das ações, é necessário se avaliar características do mercado acionário brasileiro.

- **Interesses Opostos:** cada tipo de ação representa um interesse para o seu investidor, enquanto a ordinária representa o interesse pelo controle (voto), a preferencial representa o interesse pela remuneração (dividendos).

- **Fixação Funcional:** a alta volatilidade do mercado acionário brasileiro provoca um aumento no nível de incerteza em relação aos eventos futuros, incentivando a procura por investimentos que proporcionem ganhos no curto prazo. Entre esses investimentos, pode ser enquadrada a ação preferencial que possui a obrigação de pagamento de dividendos mínimos.
- **Concentração de Mercado:** Procianoy e Caselini (1997) afirmam que, por ser pequeno, o mercado brasileiro apresenta-se bastante concentrado, o que o leva à perda de interesse dos investidores pelas ações ordinárias. Dado que o controle é bastante identificado, há dificuldades para as livres negociações de mercado e para o movimento de preços. Essa concentração do controle acionário das empresas faz com que não haja um número expressivo de ações ordinárias em negociação em negociação, direcionando a procurar a negociação para as ações preferenciais.
- **Participação do Controlador na Gestão:** a concentração do controle proporciona ao investidor a vantagem de participar da gestão da empresa. Segundo Loss (2003) boa parte das empresas brasileiras são familiares não sendo incomum acionistas controladores tomarem parte da administração da companhia. Por ter o controle e a gestão, o controlador tem acesso privilegiado a informações sobre as atividades da empresa. Assim, o controlador obtém informações detalhadas da empresa sem precisar recorrer à Contabilidade. Com a concentração do controle acionário, a Contabilidade não exerce, para o acionista controlador, o seu papel de redutora da assimetria informacional. (LOPES et al., 2005)

No trabalho divulgado por Lopes et al. (2005), verificou-se que na Bovespa, a variação do preço segue a mesma direção dos lucros divulgados somente no caso das ações preferenciais, enquanto que nas ações ordinárias, verificou-se o mesmo somente na carteira com retorno negativo, fato que se demonstra pelos fatores já explicados aqui referente às características e função atribuída a cada uma das ações no mercado financeiro brasileiro.

2. PESQUISA

O trabalho consistiu em avaliar duas bases de dados, ambas extraídas do Economática, referentes a ações de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa e nas Nyse / Nasdaq. Avaliamos ações consideradas *blue chips*, de 2ª e 3ª linha, ou seja, abrangemos desde as empresas listadas que têm grandes procura e liquidez até as ações de empresas menores e de baixa liquidez.

Partimos dessas bases, que continham as seguintes informações:

(i) brasileira: nome da ação, classe (ON e PN), identificação da empresa, setor econômico, código na bolsa, ativo total, patrimônio líquido, dívida total bruta, EBITDA, margem EBITDA, Dividend Yield, receita bruta, lucro bruto, EBIT, lucro líquido, data de divulgação das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2005, cotação da ação em 31/01/2006, cotação da ação em 28/02/2006, cotação da ação em 31/03/2006, cotação da ação em 28/04/2006 e cotação da ação em 31/05/2006.

(ii) americana: nome da ação, classe, identificação da empresa, setor econômico, código na bolsa, bolsa em que é negociada, ativo total, patrimônio líquido, dívida total bruta, EBITDA, margem EBITDA, Dividend Yield, receita bruta, lucro bruto, EBIT, lucro líquido, data de divulgação das demonstrações contábeis referentes ao ano de 2005, cotação da ação em 31/01/2006, cotação da ação em 28/02/2006, cotação da ação em 31/03/2006, cotação da ação em 28/04/2006 e cotação da ação em 31/05/2006.

Com as bases prontas, a metodologia utilizada foi identificar qual foi o mês de divulgação das demonstrações contábeis e comparar a cotação da ação ao final daquele mês (para que tivesse absorvido a percepção do mercado referente às informações que foram divulgadas), frente à cotação da ação no fechamento do mês anterior, para que se pudesse eliminar algum tipo de distorção.

Depois de termos as bases preparadas, caso identificássemos que a ação não apresentasse alguma informação que seria utilizada na análise, ou se a divulgação das demonstrações ocorreu fora do intervalo composto pelos meses de janeiro a maio de 2006, a ação foi desconsiderada para se evitar a utilização de dados incorretos, fazendo com que dessa maneira chegássemos a uma amostra de 186 ações brasileiras entre ordinárias e preferenciais e 996 ações americanas, entre as negociadas na Nyse e na Nasdaq.

Para que pudéssemos eliminar distorções causadas por grandezas distintas, e para que tornássemos a base brasileira toda comparável, assim como a americana,, convertemos as grandezas divulgadas nas demonstrações contábeis em índices associadas ao patrimônio líquido da empresa e ao seu ativo total, para que dessa maneira as dívidas totais brutas de uma pequena empresa pudessem ser comparados com as dívidas totais brutas de uma grande corporação, e seu impacto no preço das suas ações pudesse ser medido. A variável dependente que utilizamos não foi o preço da ação no mês de divulgação por assim dizer, e sim um índice criado para relacionarmos o preço da ação no mês de divulgação e preço que a ação apresentava no fechamento do mês anterior ao da divulgação. Dessa maneira, se um ativo X, por exemplo, fechou o mês em que divulgou as suas demonstrações contábeis com um preço de R\$ 2, 00, frente a R\$ 1,00 do fechamento do mês anterior, o índice que representa a variável dependente da amostra seria 2,0000.

Dessa maneira, a base de dados que processamos no *SPSS for Windows 11.0* apresentava os seguintes campos:

Brasil		EUA	
Variável	Nome	Variável	Nome
1	Empresa	1	Empresa
2	Classe	3	Código na Bolsa
3	Código na Bolsa	4	Bolsa
31	Dívida Total Bruta / Ativo Total	31	Dívida Total Bruta / Ativo Total
32	Dívida Total Bruta / Patrimônio Líquido	32	Dívida Total Bruta / Patrimônio Líquido
33	EBITDA	33	EBITDA
34	EBITDA / Ativo Total	34	EBITDA / Ativo Total
35	EBITDA / Patrimônio Líquido	35	EBITDA / Patrimônio Líquido
36	Margem EBITDA	36	Margem EBITDA
37	Dividend Yield	37	Dividend Yield

38	Receita / Ativo Total	38	Receita / Ativo Total
39	Receita / Patrimônio Líquido	39	Receita / Patrimônio Líquido
40	Lucro Bruto / Ativo Total	40	Lucro Bruto / Ativo Total
41	Lucro Bruto / Patrimônio Líquido	41	Lucro Bruto / Patrimônio Líquido
42	EBIT / Ativo Total	42	EBIT / Ativo Total
43	EBIT / Patrimônio Líquido	43	EBIT / Patrimônio Líquido
44	Lucro Líquido	44	Lucro Líquido
45	Lucro Líquido / Ativo Total	45	Lucro Líquido / Ativo Total
46	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	46	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
47	Variação no mês de Divulgação	47	Variação no mês de Divulgação

Não consideramos, portanto, entre as variáveis estudadas o efeito comportamental das finanças (efeito psicológico que afeta o comportamento do preço das ações), que segundo a obra de Teweles, Bradley e Teweles de 1992, intitulada *The Stock Market*, tem impacto dominante na explicação da variação do preço das ações.

Tendo a base de dados, rodamos as análises das regressões através da ferramenta Stepwise do *SPSS* as bases completas e com os filtros referentes às ações preferenciais e ordinárias no caso das ações brasileiras, e para as americanas, filtramos as ações negociadas na NYSE e na NASDAQ, e se são Com, Com A ou Com B. O erro padrão utilizado foi de 10%.

3. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Após as análises expostas, chegou-se à conclusão que as demonstrações contábeis são de fato relevantes e têm impacto no preço das ações, e, além disso, verificou-se que alguns dados apresentados são muito explicativos para as variações nos preços das ações. As variáveis mais explicativas seguem nas tabelas abaixo, segmentadas de acordo com os filtros informados e são seguidas pelas hipóteses referentes às possíveis explicações para cada um dos resultados.

BOVESPA - ORDINÁRIAS

Segundo a análise realizada, verificamos que as variáveis independentes que foram mais explicativas para a variação dos preços das ações ordinárias negociadas na BOVESPA são Receita / Patrimônio Líquido, Lucro Bruto / Patrimônio Líquido, EBIT / Patrimônio Líquido e Dividend Yield.

BOVESPA - PREFERENCIAIS

Segundo a análise realizada, verificamos que as variáveis que foram mais explicativas para a variação dos preços das ações preferenciais negociadas na BOVESPA são Dívida Total Bruta / Ativo Total, Lucro Líquido / Ativo Total e EBIT / Patrimônio Líquido.

NYSE

Segundo a análise realizada, verificamos que as variáveis independentes que foram mais explicativas para a variação dos preços das ações negociadas na NYSE são Lucro Líquido / Ativo Total, EBIT / Patrimônio Líquido, Dívida Total Bruta / Ativo Total e Lucro Líquido / Patrimônio Líquido.

NASDAQ

Segundo a análise realizada, verificamos que as variáveis independentes que foram mais explicativas para a variação dos preços das ações negociadas na NASDAQ são a Margem EBITDA, EBITDA / Patrimônio Líquido, EBIT / Ativo Total, Lucro Líquido / Patrimônio Líquido e Lucro Líquido.

4. CONCLUSÕES E POSSÍVEIS EXTENSÕES

Betas Padronizados					
Variável	Nome	ON	PN	NYSE	NASDAQ
31	Dívida Total Bruta / Ativo Total		0,194	0,073	
32	Dívida Total Bruta / Patrimônio Líquido				
33	EBITDA				
34	EBITDA / Ativo Total				
35	EBITDA / Patrimônio Líquido				-0,580
36	Margem EBITDA				0,279
37	Dividend Yield	0,220			
38	Receita / Ativo Total				
39	Receita / Patrimônio Líquido	-0,797			
40	Lucro Bruto / Ativo Total				
41	Lucro Bruto / Patrimônio Líquido	1,027			
42	EBIT / Ativo Total		0,504		0,250
43	EBIT / Patrimônio Líquido	-0,523		-0,142	
44	Lucro Líquido				-0,130
45	Lucro Líquido / Ativo Total		-0,701	0,185	
46	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido			0,079	0,362
R²					
		0,287	0,375	0,043	0,157
F					
		7,061	15,821	8,204	9,010
Sig					
		0,000	0,000	0,000	0,000
N					
		75	83	741	247

Pode-se concluir, com base aos resultados das análises realizadas, que no caso das ações ordinárias o que tem impacto na variação de seus preços são aspectos relacionados ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos. Ou seja, as variáveis que foram mais explicativas para a variação no preço das ações ordinárias (com direito a voto) da BOVESPA, foram a receita, o lucro bruto, lucro operacional e os dividendos pagos no último ano, conforme previsto pela Teoria da Confiança descrita em Teweles, Bradley e Teweles (1992): “O fator básico para a variação no preço das ações é o incremento ou a redução da confiança do investidor no futuro do preço das ações, resultado da empresa e dividendos”. É interessante verificar que o coeficiente da receita é negativo, e o do lucro líquido é positivo, o que quer dizer que o mercado releva no caso das ações ordinárias a relação entre a receita e o resultado obtido.

Já no caso das preferenciais, que tem direito a dividendos obrigatórios, o resultado da empresa tem impacto através do EBIT e lucro líquido, e de maneira inesperada o total da dívida bruta também foi definida como uma variável explicativa, e como o coeficiente foi positivo, entende-se que quanto maiores as dívidas brutas, maior a alavancagem e consequentemente há um melhor resultado da empresa. Ou seja, o mercado valoriza a associação de um bom resultado e (ou em consequência) uma dívida alta.

No caso das ações negociadas na NYSE, a regressão chegou a uma explicação bastante baixa da variação dos preços, e verificou-se também que se aproxima em parte do identificado nas ações preferenciais da BOVESPA. A alavancagem na forma da dívida bruta total tem impacto e o coeficiente também é positivo, e o resultado através do EBIT e lucro líquido, evidenciando que nesse caso também o mercado valoriza a associação de um bom resultado e (ou em consequência) uma dívida alta.

As ações negociadas na NASDAQ foram as que se distinguiram mais das outras, onde identificamos um impacto do resultado através do lucro líquido, do EBITDA e margem EBITDA, o segundo com coeficiente negativo e o terceiro com coeficiente positivo, evidenciando dessa forma, a valorização de empresas de qualquer tamanho e que, no entanto, tenham uma margem EBITDA alta.

Em trabalhos futuros existe a possibilidade de se explorar a possibilidade de o impacto das finanças comportamentais ser realmente mais explicativo que as demonstrações contábeis e informações financeiras que são divulgados ao mercado, através possivelmente da criação de algum índice que se valha da opinião de investidores, por exemplo, baseado nas informações relacionadas e divulgadas pela empresa (como ações sociais e estruturais), divulgação de favorecimento por parte de alguma alteração na estrutura do mercado ou normas e leis vigentes que venham a favorecer ou prejudicar as empresas, ocorrência de assembleias de acionistas ou proximidade de ocorrência dessas, sazonalidade entre outros.

Além disso, é possível ampliar as análises desse artigo se valendo da distinção entre os mercados e um estudo detalhado de como cada setor da economia responde às informações contábeis divulgadas pelas empresas de capital aberto.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALL, R. K.; WATTS, R.S.P.. Economic Determinants of the relation between earnings changes and stock returns. *The Accounting Review*, vol. 68, n. 3, July 1993. p. 622-638.

BERNARDO, H. P.. *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – Um estudo de evento*. 2001. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

ECONOMÁTICA. <http://www.economica.com.br>. Acesso em: 05 jun 2006

FORTUNA, E. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 12. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da Contabilidade*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: Atlas, 1999.

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

LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

LOPES, A. B., SARLO NETO, A., TEIXEIRA, A. J. C., LOSS, L. *O Diferencial no Impacto dos Resultados Contábeis nas Ações Ordinárias e Preferenciais no Mercado Brasileiro*. Revista de Contabilidade e Finanças-USP, São Paulo, v. 2, n. 37, p. 46-58, jan. 2005.

MARTINEZ, A.L. *Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras*. 2002. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo.

PARK, C.W.; PINCUS, M. *Internal versus external equity funding sources and earnings response coefficients*. Working Paper. Department of Accounting, The University of Iowa. June, 1997.

PEROBELLI, F.F.C.; NESS, W.L. *Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: um Estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro*. In: ENANPAD 2000, 24. Anais[...], Florianópolis, 2000.

SARLO NETO; A. LOPES, A.B.. *O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil*. In: ENANPAD 2002, 26. Anais[...], Salvador, 2002.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. *Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro*. In: 3º CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2003, São Paulo (SP). Anais em CD-ROM, 1º a 02 de out. 2003.

TERRA, P.R. *O Valor de Mercado do Controle de Companhias Abertas – Evidências Empíricas dos Custos e Benefícios dos Direitos de Voto das Ações no Brasil*. 1993. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas – UFRGS, Rio Grande do Sul.

TEWELES, R.J., BRADLEY, E.S.. *The Stock Market*. 6 ed. John Wiley & Sons, Inc. 1992.