

# FATOS RELEVANTES E SUA INFLUÊNCIA NO PREÇO DAS AÇÕES NO BRASIL

**César Augusto Tibúrcio Silva**  
PMIRPGCC - UNB/UFPB/UFPE/UFRN

**Vinícius Alves dos Santos Pereira**  
PMIRPGCC - UNB/UFPB/UFPE/UFRN

## RESUMO

Os fatos relevantes são comunicados da empresa, em forma de textos narrativos, sobre qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou em alguma decisão do investidor, sendo que sua divulgação deve ser imediata. A pesquisa teve como objetivo verificar se o nível de otimismo (pessimismo) causa impacto no preço das ações. A amostra é composta por todos os 2.350 divulgados no período de 2006 e 2007. Através da técnica de análise de conteúdo, todos esses fatos foram lidos e posteriormente classificados nas categorias: otimista/pessimista/neutro. Assim, após a coleta das cotações das ações e do índice Ibovespa, permitiu-se fazer a relação entre a variação no preço da ação, a variação do Ibovespa e o fato relevante através da análise de intervenção, considerando-se uma variável *Dummy*. Foram feitas 659 regressões para determinar o efeito do fato relevante sobre o preço. Os resultados demonstram que o mercado não reagiu aos fatos considerados neutros, como o esperado. Para os fatos otimistas, o mercado não reagiu a mais de 95% dos casos. E para os fatos pessimistas não houve reação em nenhum dos casos.

**Palavras chave:** Fato relevante, análise de conteúdo, textos narrativos, modelo de intervenção.

## Introdução

De acordo com o AICPA (1973) *apud* Iudícibus (2004), a função fundamental da contabilidade tem permanecido inalterada desde os seus primórdios, sendo o seu objetivo básico fornecer, aos usuários da contabilidade, informações úteis para a tomada de decisões econômicas.

A contabilidade comunica aos usuários o desempenho de uma entidade através das demonstrações contábeis. Estas demonstrações são elaboradas e evidenciadas periodicamente, de acordo com a característica de cada tipo de entidade. A característica da entidade irá influenciar o tipo e a periodicidade da informação que chega ao usuário. Assim, as companhias com ações negociadas na bolsa de valores (companhias abertas) divulgam as suas demonstrações trimestralmente para os usuários da informação contábil, entre os quais os investidores.

Segundo Assaf Neto (2007, p.216) “Toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises”.

Para o caso das companhias abertas, objeto deste estudo, a questão da informação é importante pelo vínculo que pode ser estabelecido com o preço das ações. Com efeito, sabe-se que novas informações podem afetar o julgamento do usuário sobre uma entidade e, conseqüentemente, sua expectativa com relação ao desempenho futuro. No mercado bursátil isto significa influenciar o preço dos títulos negociados.

Verifica-se, pois, existir uma relevância em compreender a possível relação existente entre a informação e o impacto que ela poderá produzir no preço das ações. Estudos sobre a influência da informação contábil no preço das ações são comuns na contabilidade, devendo

destacar dois trabalhos considerados marco para esse tipo de estudo: ‘An Empirical Evaluation of Accounting Numbers’, de Ray Ball e Philip Brown, e ‘Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure’, de William Beaver. A partir das pesquisas de Ball e Brown e Beaver, a pesquisa positiva em contabilidade passou a ocupar posição de destaque no âmbito internacional.

No Brasil, entretanto, esse tipo de pesquisa ainda está em ascensão. Há alguns anos, Lopes (2001, p.121) considerava escassa a literatura sobre a relação da contabilidade com o mercado de capitais no Brasil. No entanto, recentemente, a academia brasileira vem apresentando interesse cada vez maior por essa linha de pesquisa (CUNHA, 2006, p.58).

De acordo com Salotti e Yamamoto (2006, p.8), a informação contábil é evidenciada pelas demonstrações contábeis tradicionais e por outras formas alternativas de informação como relatório da administração. Para Ponte e Oliveira (2004, p.9), as informações contábeis tradicionais, como Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, parecem não atender as necessidades dos usuários, sendo necessária a evidenciação de informações adicionais a fim de complementá-las.

No entanto, durante o período intermediário a uma divulgação e outra podem acontecer fatos com potencial de afetar o desempenho da companhia e mudar a percepção do usuário com respeito à entidade. Estes fatos deveriam ser comunicados ao usuário para impedir a assimetria da informação.

No caso específico das companhias abertas, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, órgão responsável pela fiscalização destas entidades e do mercado de capitais, disciplinou, através de sua instrução 358/2002, a divulgação destes fatos. Na referida instrução, CVM (2008), define fato relevante como sendo qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou em alguma decisão do investidor, sendo que sua divulgação deve ser imediata e simultânea nos mercados onde se encontram negociados tais valores mobiliários.

Portanto, uma característica que chama atenção é a oportunidade desses fatos, já que os mesmos devem ser divulgados imediatamente ao acontecimento do fato. A respeito da oportunidade da informação Hendriksen e Van Breda (1999, p.99), afirmam:

*A informação não pode ser relevante quando não é oportuna, ou seja, deve estar disponível a um indivíduo que deseja tomar uma decisão antes de perder sua capacidade de influenciar a decisão. Oportunidade não garante relevância, mas não é possível haver relevância sem oportunidade.*

Uma característica que difere os fatos relevantes das informações contábeis tradicionais, além da falta de periodicidade, é o fato dos mesmos serem expressos em forma narrativa. Geralmente a pesquisa contábil centra suas atenções nas demonstrações contábeis, deixando de lado eventos de natureza não financeira, apesar de algumas pesquisas demonstrarem indícios de que os analistas financeiros tendem a privilegiar esse tipo de informação (RODRIGUES, 2005).

Portanto, as principais diferenças entre os fatos relevantes e as informações financeiras se referem às características de não periodicidade e também em razão dos fatos relevantes serem expressos em forma de textos narrativos. Nesse sentido, os fatos relevantes tendem a suprir certas necessidades de informação do mercado, reduzindo a assimetria e contribuindo para a eficiência do mercado.

As características dos fatos relevantes (de serem narrativos e ausência de periodicidade) chamam atenção. Existe ainda outra característica peculiar aos fatos relevantes

em relação às demonstrações contábeis tradicionais: os mesmos não são auditados. Salotti e Yamamoto (2006) destacam a confiabilidade ou verificabilidade, ou seja, a validação por profissionais qualificados, entre as principais características da informação contábil.

Diversas pesquisas mostraram a necessidade de atentar para informações como a existente nos fatos relevantes.

Estudo realizado por Li (2006) demonstra a relação entre relatórios anuais mais longos, empregando vocabulário mais complexo, e lucros menores. Da mesma forma, o autor identifica que empresas com melhor desempenho mantêm relatórios mais fáceis de ler. Tal trabalho sugere que a linguagem utilizada nos relatórios é escolhida de forma oportunística, tentando ocultar informações de seus investidores. Dessa forma existe a possibilidade dessas informações serem usadas como uma forma de provocar expectativas não condizentes com a realidade da empresa.

A respeito de relatórios narrativos Iudícibus (2004, p.128) afirma que:

*“Essas evidenciações são de relativa importância, desde que não sejam auditadas ou não estejam sujeitas à revisão do auditor, pois normalmente são enviadas pelo lado do otimismo inconseqüente, sendo comuns frases como esta: “Confiamos que continuaremos a apresentar um desenvolvimento favorável de nossas operações no futuro”, e outras do gênero.”*

No Brasil existem poucas pesquisas sobre relatórios em formato de texto narrativo, como relatórios da administração, notas explicativas e fatos relevantes. Foram realizados alguns estudos sobre relatórios da administração e relatórios anuais (RODRIGUES, 2005). Quanto aos fatos relevantes, no entanto, somente recentemente Fernandes e Silva (2007) iniciaram estudos sobre a compreensibilidade e legibilidade dos mesmos. O trabalho de Fernandes e Silva (2007) fez uma análise comparativa entre a divulgação dos fatos relevantes e a empresa que o divulgou, sem entrar na análise aprofundada do seu conteúdo e sem relacioná-los também com o preço das ações.

Partindo-se da hipótese que os investidores são racionais e que, portanto, tem o objetivo de maximizar sua riqueza, é esperado que uma informação de caráter positiva venha a afetar positivamente o preço das ações, e que inversamente, uma informação negativa venha afetar negativamente o preço das ações. Deixa-se necessária a classificação dos textos em otimista, pessimista e neutro.

Sendo assim, cabe o seguinte questionamento: *os fatos relevantes considerados otimistas (pessimistas) podem impactar positivamente (negativamente) o preço das ações das companhias abertas?*

O objetivo do trabalho é, portanto, determinar se o grau de otimismo dos fatos relevantes divulgados pelas companhias abertas afeta o comportamento dos preços das ações destas entidades. Para se atingir esse objetivo utilizou-se a técnica de análise de conteúdo para classificação destes fatos em otimista, pessimista ou neutro. A partir daí, para verificar a influência destes no preço das ações, foi feita uma relação entre a variação no preço da ação, a variação do Ibovespa e o fato relevante através de um modelo de intervenção (MORETTIN; TOLOI, 2004).

Foram analisados os fatos relevantes divulgados pelas empresas de capital aberto divulgados no período de 2006 a 2007. Nesse período foram divulgados 2.350 fatos relevantes, sendo que todos esses foram lidos e classificados.

O trabalho está dividido em cinco seções. Após essa introdução é apresentado o referencial teórico. Na terceira seção, é apresentada a metodologia da pesquisa. Na quarta, são

apresentados resultados e sua análise, e, na última seção são feitas as considerações finais sobre o trabalho.

## **REFERENCIAL TEÓRICO**

### **Fatos relevantes**

Para Salotti e Yamamoto (2006, p.9), “a utilização de dados do mercado de capitais para testar importância das informações contábeis é um marco para a pesquisa em contabilidade”. De acordo com estes autores a base destas pesquisas é a premissa da importância da informação contábil para o mercado de capitais e a hipótese de mercado eficiente (HME). Estes autores prosseguem afirmando que “nenhuma *informação relevante* seria ignorada pelo mercado, ou seja, seus usuários, já que são, por hipótese, racionais.” (grifo nosso). Mas quais informações são consideradas “relevantes”?

A Lei das Sociedades por sociedades anônimas, Lei 6.404/76, trata em seu artigo 157 das informações a serem prestadas pelos administradores de companhias abertas. Em seu parágrafo 4º, tal lei determina que:

*“§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.” (BRASIL, 1976) (grifo nosso)*

A instrução normativa 358/2002 da CVM considera como sendo um fato relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberações da assembleia ou outro órgão administrativo relacionado aos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários e nas decisões dos investidores de comprar ou vender. A referida norma não determina quais atos ou fatos relevantes devem ser divulgados. No entanto enumera, através de uma lista com 22 exemplos, fatos potencialmente relevantes. Entre esses exemplos estão: modificação de projetos desenvolvidos pela companhia; assinatura de contrato de transferência de controle acionário; ingresso ou saída de sócio que mantenha contrato de colaboração operacional com a companhia; decisão de promover o cancelamento de companhia aberta; impetração de concordata ou requerimento e confissão falência; renegociação de dívidas, desdobramento ou grupamento de ações; aquisição de ações para permanência em tesouraria; e lucro ou prejuízo da companhia.

No artigo 3º da Instrução Normativa 358/2002 atribui-se a responsabilidade da divulgação ao diretor de relações com os investidores, devendo esta divulgação ser “ampla e imediata”, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação. De acordo a norma, essa divulgação deverá ser realizada em jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo também ser feita de forma resumida na rede mundial de computadores. Verifica-se, portanto, o objetivo da norma de que seja garantido aos investidores o acesso a uma informação relevante e oportuna. No entanto permanece, por enquanto, a reflexão em relação à efetiva relevância dessas informações para o mercado de capitais.

### **2.2 Pesquisas com textos narrativos**

De acordo com Martins e Theóphilo (2007, p. 96), a análise de conteúdo busca a essência do texto de forma a fazer inferências sobre o seu todo, não se restringindo dessa forma a sua simples descrição. Esses autores destacam como os principais usos desta técnica:

identificar intenções, características e apelos dos comunicadores; medir a clareza das mensagens; descobrir estilos de comunicação e desvendar as ideologias dos textos legais. Para os mesmos autores, após coleta e organização do material a etapa seguinte seria sua descrição analítica com a escolha das unidades de análise (palavra, frase, símbolo etc.). Assim essas unidades podem ser juntadas segundo algum critério e criadas categorias.

Poucas têm sido as pesquisas sobre relatórios narrativos, sobretudo os fatos relevantes. Sobre relatórios da administração podemos citar alguns estudos. Rodrigues (2005) realizou estudo sobre as variáveis que influenciam os relatórios da administração, constatando a existência de viés nessas informações. Beuren e Colauto (2006) testaram a associação entre a exposição de projetos neste relatório e o financiamento das empresas, não encontrando correlação. Ou seja, uma maior descrição dos projetos não contribuiu para a arrecadação de recursos para seu financiamento. Sobre a relação entre o grau de evidenciação nesses relatórios e os níveis de governança corporativa, Beuren e Gallon (2006) verificaram que independentemente do nível de governança as empresas teriam evidenciado mais sentenças do tipo *declarativa*. Os autores levantam para próximas pesquisas o questionamento sobre a prevalência desse tipo de informação, já que as informações devem ser efetivamente relevantes para tomada de decisão.

No trabalho realizado por Sancovsch e Silva (2006) foi analisada, através de um estudo de caso, a forma como a empresa Petróleo Brasileiro S/A evidencia as suas informações sociais voluntárias nos relatórios anuais. Verificou-se que os administradores concentram-se na apresentação de informações sociais que enfatizam aspectos positivos e que no caso de informações negativas a princípio, os mesmos tendem a apresentar argumentos em benefício da empresa na explicação dos problemas.

Bligh e Hess (2005) utilizaram-se da técnica de análise de conteúdo para verificar os níveis de: otimismo, pessimismo, linguagem técnica e urgência dos comunicados do presidente do *Federal Reserve*, o Banco Central norte americano. Os resultados indicaram que essas variáveis podem ajudar a prever as oscilações do mercado financeiro no dia da divulgação do comunicado e num horizonte temporal de 10 dias.

Davis *et al* (2006) analisaram uma amostra de 24.000 *earnings press releases*, semelhantes aos nossos fatos relevantes, e chegaram à conclusão que os administradores utilizam essas informações para assegurar credibilidade sobre o desempenho futuro da empresa. Verificou-se que o mercado reage a essas informações sendo encontrada uma relação positiva (negativa) entre essas informações e o desempenho futuro dessas empresas.

Sobre fatos relevantes, entretanto, apenas Fernandes e Silva (2007) realizaram estudos, no Brasil. Foi analisada a legibilidade destes textos narrativos e verificou-se que as empresas estão divulgando menos fatos relevantes, sendo que os mesmos estão ficando maiores e com difícil leitura.

### **2.3 Informação Contábil e o mercado de capitais**

De acordo com Lopes (2002, p.2) até a década de 1960 as pesquisas em contabilidade eram de caráter extremamente normativo, privilegiando um “ideal” a se alcançar, sendo este normalmente baseado em conceitos econômicos de lucro e riqueza.

Segundo Gaffikin (2007, p.1) essa teorização em contabilidade foi rejeitada por não fornecer teorias gerais convincentes. Deste modo, com o auxílio de computadores, utilizando-se grandes amostras e apoiados em hipóteses advindas das áreas de economia e finanças, passou a ser enfatizada uma suposta abordagem empírica sistemática para desenvolver teorias.

Um aspecto importante desta abordagem é o compromisso com o empirismo. Segundo Gaffikin (2007), toda pesquisa neo-empírica assume implicitamente que o mercado é

eficiente. Nesse sentido, os trabalhos iniciais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) são relevantes por destacar que o comportamento dos preços das ações é um teste operacional da informação dos relatórios contábeis. (SALOTTI E YAMAMOTO, 2006)

De acordo com Lopes (2002) a ênfase das demonstrações financeiras passou de um modelo endógeno para um modelo fundamentado na utilidade da informação. Portanto a teoria da contabilidade tende a se aproximar cada vez mais do papel explicativo e, tanto quanto possível, do preditivo (CUNHA, 2006). Conforme Lopes (2002) a *information approach* concebe a contabilidade no seu papel de fornecedora de informações para os agentes econômicos. Nessa visão as informações possuem um custo, e, dessa forma, devem ser divulgadas apenas as efetivamente úteis. Nesse sentido, torna-se necessário conhecer o ambiente em que as decisões são tomadas, assim como analisar o processo de tomada de decisão.

Nos dias de hoje, o relacionamento entre informações contábeis e o mercado de capitais tem sido um dos temas mais estudados na literatura contábil internacional (DANTAS, 2006).

#### **2.4 Pesquisas no mercado de capitais brasileiro**

Sobre as pesquisas no mercado de capitais em países emergentes Lopes (2002, p.6) afirma que:

*Apesar de essas constatações serem muito comuns e representarem o mainstream da pesquisa em contabilidade financeira (Beaver, 1998), pouca ou nenhuma pesquisa empírica tem sido feita para verificar tal comportamento em mercados menos desenvolvidos e emergentes.*

Sobre a influência da contabilidade positiva nos cursos de pós graduação *stricto sensu* do Brasil, foi verificado por Cardoso *et al* (2007), através de um teste bibliométrico, que houve um crescimento inegável dessa abordagem no período de 2002 a 2005, apesar desta linha de pesquisa estar concentrada em dois programas de pós graduação. Diversos trabalhos nesta linha podem ser destacados.

A pesquisa realizada por Schiehl (1996) investigou, através de um estudo de eventos, se a divulgação das demonstrações contábeis afetaria o preço das ações. Foram encontradas evidências empíricas de que essas informações são relevantes ao mercado, permitindo-se afirmar que o mercado brasileiro possui eficiência na sua forma semiforte.

Mellone Junior (1999) correlacionou algumas variáveis como patrimônio líquido, beta, *earnings to price ratio* e alavancagem financeira, entre outras, com o retorno médio das ações, através da utilização do método da correção de Newey-West, encontrou-se uma forte correlação entre o retorno das ações e as variáveis *earnings to price ratio* e *book to market ratio* no mercado de acionário brasileiro.

Sobre a relação entre o grau de alavancagem operacional e o retorno das ações, Lustosa *et al* (2006) concluíram que, no mercado brasileiro, o grau de alavancagem operacional é um dos elementos informativos do comportamento do retorno da ações.

Com o objetivo de investigar a eficiência informacional do mercado brasileiro, Lamounier (2006) realizou primeiramente testes de estacionariedade. Verificou-se que todos os retornos foram estacionários e com relação aos preços, 90% apresentaram raiz unitária, ou seja, apresentaram um passeio aleatório de nível, sendo os 10% restantes ilíquidas. Esses resultados sugerem a eficiência do mercado em sua forma fraca. Em seguida foi testada também a eficiência em sua forma semiforte em relação ao tamanho da empresa, através da

utilização do modelo CAPM. Os resultados sugerem também essa eficiência semiforte, pois nenhum portfólio, baseado no tamanho, foi capaz de gerar retornos anormais sistemáticos.

Pereira (2006) analisou a influência das notícias publicamente divulgadas na imprensa no retorno das ações, partindo da hipótese que o efeito da divulgação do lucro nos retornos das ações é inversamente relacionado à quantidade de notícias publicamente disponíveis antes da divulgação deste. Os resultados sugerem que o mercado não reagiu, na média, aos lucros quando divulgados, confirmando, portanto, a teoria.

O trabalho de Martinez (2006), utilizando a metodologia de estudo de eventos, teve como objetivo analisar o conteúdo informativo do anúncio de resultados contábeis inesperados no retorno das ações. Os resultados sugeriram que no caso de surpresas negativas, diferentemente da literatura internacional, o mercado pareceu antecipar o resultado, ocorrendo retornos anormais negativos nos períodos que antecedem o anúncio. Para surpresas positivas, iniciou-se um ciclo de retornos anormais positivos após o anúncio do resultado.

Cunha (2006) analisou a reação do mercado brasileiro, quanto ao preço das ações, ao conteúdo informacional do lucro contábil e do fluxo de caixa operacional, em diferentes intervalos de tempo (trimestral, anual e bienal) partindo da premissa que a informação do lucro contábil supera a do fluxo de caixa em períodos menores, ocorrendo uma convergência entre essas informações em períodos maiores. Os resultados apresentam evidências de que em períodos trimestrais o lucro operacional tem maior poder informacional e em períodos anuais o fluxo de caixa operacional se torna superior ao lucro contábil em explicar o retorno das ações.

Lopes *et al* (2005), através da mesma metodologia utilizada por Ball e Brown (1968), analisaram o impacto da divulgação das demonstrações contábeis em ações de tipos diferentes, ordinárias e preferenciais, e encontraram evidências que as variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados divulgados, confirmando a hipótese da relevância das informações contábeis para os investidores. No entanto, para as ações ordinárias, a hipótese foi confirmada apenas parcialmente.

Lyra e Olinquevitch (2007) procuraram evidências empíricas sobre a correlação entre os investimentos no ativo imobilizado e o preço das ações. Usando um estudo de eventos, verificou-se correlação positiva entre essas variáveis, permitindo-se afirmar que os investimentos em ativos imobilizados, evidenciados nas demonstrações contábeis, possuem conteúdo informacional, apesar das limitações da pesquisa.

Salazar (2007) realizou uma pesquisa, utilizando a metodologia de estudo de eventos, com o objetivo de correlacionar a inclusão (exclusão) de ações da carteira teórica que compõe o índice Ibovespa. Foram encontradas evidências que o investidor tende a preferir as ações que passam a integrar essa carteira e a desconsiderar as ações que são excluídas da mesma.

### **3 METODOLOGIA**

A presente pesquisa foi realizada através das seguintes etapas: coleta dos fatos relevantes; leitura e classificação dos textos; coleta das cotações e do índice Ibovespa; cálculo das regressões; e análise dos dados.

A amostra inicial era composta por todos os fatos relevantes divulgados nos anos de 2006 e 2007, o que corresponde a uma amostra inicial de 2.350 fatos relevantes. Estes fatos relevantes foram coletados na página da Comissão de Valores Mobiliários.

Duas pessoas classificaram, de maneira independente e sem comunicação entre si, os fatos relevantes em otimista, neutro e pessimista. Para isto, cada pessoa teve que ler cada um dos fatos relevantes. Uma vez que o critério de otimismo/neutralidade/pessimismo é

subjetivo, consideraram-se na pesquisa somente os textos onde a classificação coincidia. Esta é uma etapa onde prevalece um grau de subjetivismo, que pretendeu ser minimizado com a participação de duas pessoas na classificação dos textos. Em razão do critério de coincidência na classificação, da amostra inicial, 680 fatos relevantes foram desconsiderados.

A maioria dos fatos relevantes, ou 1.287 fatos (77% do total), foram classificados como neutros. Nessa classificação estão diversos fatos relevantes que não acrescentam informação relevante ao investidor, representando, muitas vezes, mero cumprimento a norma. Em outros casos, o fato relevante é apenas descritivo, não havendo uma posição clara da empresa frente a um determinado acontecimento.

A parcela menos representativa da amostra foi classificada na categoria pessimista, 19 fatos relevantes ou 1%. Nessa modalidade, algumas empresas se utilizaram de uma descrição pessimista da conjuntura política e econômica para justificar um desempenho desfavorável.

Já na categoria otimista 364 fatos obtiveram essa classificação, o que representa 22% das classificações. Nos textos que receberam essa classificação eram bastante frequentes expressões como: “sinergias”, “ganhos de escala”, “maximização”, “crescimento”, “redução de custos” e expressões congêneres.

Para cada empresa foram coletados, no banco de dados Economática®, as cotações da ação de cada empresa na Bolsa de Valores de São Paulo. Utilizou-se como critério, a ação com maior liquidez de cada empresa, já ajustado para proventos (inclusive dividendos), com preço de fechamento do pregão. A coleta de dados permitiu fazer a relação entre a variação no preço da ação, a variação do Ibovespa e o fato relevante através da análise de intervenção (vide, por exemplo, MORETTIN; TOLOI, 2004). A expressão de duração testada foi um efeito abrupto e permanente, através da seguinte expressão:

$$P_t = a + b_1 IBOVESPA + b_2 DUMMY + \varepsilon$$

Onde P = variação no preço de fechamento da ação no momento  $t$ ; IBOVESPA = variação no Ibovespa; DUMMY = variável binária, do modelo de intervenção, assumindo 0 para os dias anteriores ao fato relevante e 1 para os dias posteriores; e  $\varepsilon$  = erro do modelo. A figura 1 mostra, esquematicamente, como se deu a construção da variável binária em cada regressão calculada.

<u>Tempo</u>	<u>Dummy</u>
-20	0
-19	0
.	.
.	.
.	.
-2	0
-1	0
0	
1	1
2	1
.	.
.	.
.	.
19	1
20	1

Figura 1 – Variável Dummy do Modelo  
 Fonte: Elaboração própria

A inclusão da variável Ibovespa no modelo tem por finalidade eliminar o efeito da valorização do mercado na cotação da ação. Deste modo, a variável binária captaria o efeito do fato relevante, isolando a influência da valorização do mercado.

Para os casos em que as cotações não eram contínuas, ou seja, onde existiam dias sem negociação, foi utilizada a técnica “*Missing Data Process*”, a qual consiste na substituição dessa descontinuidade. Usou-se como critério a média das cotações dos dias anteriores e posteriores, conforme a seguinte expressão:

$$C_t = \frac{(C_{t-1} + C_{t+1})}{2}$$

Sendo:

$C_t$  = Cotação da ação  $i$  no dia que não houve negociação;  $C_{t-1}$  = Cotação no da ação no dia anterior; e  $C_{t+1}$  = Cotação no dia posterior.

Nesta etapa verificou-se que diversas empresas não possuíam cotações suficientes para o cálculo da regressão. Adotou-se como critério não calcular as regressões das empresas com mais de três dias sem cotação, o que eliminou da amostra as ações com baixa liquidez de mercado. Isto eliminou fatos relevantes em ambos os anos, finalizando com 707 fatos relevantes. Além disto, em certos casos, dois ou mais fatos relevantes foram divulgados na mesma data. Para evitar duplicidade, considerou-se somente um fato relevante. No total foram calculadas 438 regressões para 2007 e 221 regressões para 2006, totalizando 659 regressões calculadas, conforme tabela 1.

	2006	2007	TOTAL
Total de Fatos Relevantes	962	1388	2.350
Classificação diferente	403	277	<u>680</u>
Subtotal	559	1.111	1.670
Sem Cotação/Dados Faltantes	323	640	963
Subtotal	236	471	707
Duplicidade	15	33	48
Subtotal	221	438	659
Fatos Classificados como Neutro	149	311	460
Fatos Classificados como Otimista	68	123	191
Fatos Classificados como Pessimista	3	4	7

Tabela 1 – Fatos Relevantes Analisados  
 Fonte: Elaboração própria

O estudo preocupou-se com o fato relevante. Isto significa dizer que do resultado da regressão usou-se particularmente o efeito da variável binária, que expressa à divulgação do fato relevante, na cotação de cada empresa. Para fins deste estudo considerou-se o *p-value* da variável binária, assim como o sinal do coeficiente angular da variável binária. Utilizou-se como critério de decisão um nível de significância de 5%.

A expectativa era de que os fatos relevantes com linguagem positiva pudessem influenciar a cotação da ação aumentando seu preço, fazendo com que o coeficiente angular

fosse positivo; já nos fatos relevantes com linguagem negativa esperava-se que a cotação da ação recuasse com a notícia, o que faria com que o coeficiente angular fosse negativo; e em casos de fatos relevantes considerados neutros, esperava-se que o *p-value* não tivesse importância estatística. Resumidamente a regra de decisão adotada foi a seguinte:

$$\text{Otimista} \Rightarrow b_2 > 0 \quad e \quad \rho < 0,05$$

$$\text{Pessimista} \Rightarrow b_2 < 0 \quad e \quad \rho < 0,05$$

$$\text{Neutro} \Rightarrow \rho > 0,05$$

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Das 659 regressões calculadas, 460 (ou 70%) referem-se a fatos relevantes considerados neutros. Neste caso, a linguagem usada pela empresa poderia ser considerada “imparcial”, sendo esperado não existir nenhum efeito sobre a cotação da ação. A tabela 2 apresenta os resultados para os fatos relevantes neutros.

	2006	2007	2006-2007
$b_2 > 0 \quad e \quad \rho \leq 0,05$	2	9	11
$b_2 < 0 \quad e \quad \rho \leq 0,05$	-	10	10
$\rho > 0,05$	147	292	439
Total	149	311	460

Tabela 2 – Fatos Relevantes Neutros

Fonte: Elaboração própria

A maioria dos fatos relevantes (95% ou 439 de 460 fatos) não provocou nenhuma alteração significativa no preço das ações das empresas que o divulgaram. O restante, 11 fatos apresentaram um coeficiente angular positivo, indicando que o preço reagiu favoravelmente à divulgação dos fatos, e 10 tiveram um coeficiente angular negativo, indicando o oposto. Quando se analisa em termos do período de tempo, observa-se que a maioria dos fatos relevantes que apresentaram um *p value* menor ou igual a 5% ocorreram em 2007 (19 de um total de 21 fatos).

Foram realizadas 191 regressões com fatos relevantes otimistas (ou 29% do total). A tabela 3 resume os resultados obtidos para este grupo.

	2006	2007	2006-2007
$b_2 > 0 \quad e \quad \rho \leq 0,05$	-	2	2
$b_2 < 0 \quad e \quad \rho \leq 0,05$	1	3	4
$\rho > 0,05$	67	118	185
Total	68	123	191

Tabela 3 – Fatos Relevantes Otimistas

Fonte: Elaboração própria

A linguagem otimista não foi suficiente para provocar reação no mercado, pois dos 191 fatos analisados, 185 (96,9%) apresentaram um *p value* superior a 5%. Somente seis fatos otimistas afetaram o comportamento da ação, sendo que quatro de forma negativa. Ou seja, nestes casos, mesmo o texto tendo sido otimista, o mercado interpretou de maneira inversa. Duas possíveis explicações para que isto possa ter ocorrido: ou mercado talvez esperasse

notícias ainda melhores, que não ocorreram; ou a empresa tentou disfarçar uma notícia ruim de forma mais favorável. Da mesma forma que ocorreu com os fatos neutros, os textos otimistas onde o *p value* foi significativo ocorreram mais no ano de 2007.

Os fatos classificados como pessimistas foram 7, sendo 3 em 2006. O resultado das regressões foi o mesmo (e por este motivo a tabela foi omitida): o *p value* foi maior que 5% indicando que nenhum destes textos afetou o preço da ação.

Uma conclusão possível para os resultados encontrados é que a maioria dos fatos não afetou a cotação. Ou estes fatos não são efetivamente *relevantes* o suficiente para serem classificados como tal pelo mercado, ou o próprio mercado já antecipou o fato, sendo que a data de sua divulgação apenas uma confirmação da notícia. Pela leitura e análise realizada nos fatos parece que a primeira hipótese a mais adequada.

Uma questão que surgiu ao longo da análise refere-se ao nível de significância adotado, de 5%. Imaginando que o mesmo era muito rigoroso, foram refeitas os cálculos e as análises para um nível de 10%. Os sete fatos relevantes considerados negativos permaneceram com um *p value* indicando a sua irrelevância na cotação das ações.

A tabela 4 apresenta os fatos relevantes neutros. O número de fatos relevantes que afetou de forma significativa aumentou de 21 para 44, sendo que a maioria (26 ou 59%) a influência foi no sentido de reduzir o preço das ações. A maioria destes fatos ocorreu em 2007 (35 versus 9, em 2006).

	2006	2007	2006-2007
$b_2 > 0$ e $\rho \leq 0,1$	3	15	18
$b_2 < 0$ e $\rho \leq 0,1$	6	20	26
$\rho > 0,1$	140	276	416
Total	149	311	460

Tabela 4 – Fatos Relevantes Neutros,  $\rho = 10\%$

Fonte: Elaboração própria

Os fatos relevantes cujo texto foi considerado otimista aumentaram para 14, versus 6 com um *p value* de 5%. Destes fatos, a maioria afetou de forma negativa na cotação das ações da empresa, ao contrário do que se esperava.

	2006	2007	2006-2007
$b_2 > 0$ e $\rho \leq 0,1$	1	3	4
$b_2 < 0$ e $\rho \leq 0,1$	2	8	10
$\rho > 0,1$	65	112	177
Total	68	123	191

Tabela 5 – Fatos Relevantes Otimistas,  $\rho = 10\%$

Fonte: Elaboração própria

Este resultado permite afirmar que mesmo aumentando o nível de significância, os resultados obtidos não se alteraram de forma expressiva. Em outras palavras, a maior parte

dos fatos relevantes não afetou o preço das ações e mesmo quando o fizeram influenciaram de forma negativa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi determinar se o grau de otimismo dos fatos relevantes divulgados pelas companhias abertas afeta o comportamento do preço das ações destas entidades no período de 2006/2007. Para se atingir esse objetivo, primeiramente realizou-se a leitura e posterior classificação de todos os 2.350 fatos do período. Essa classificação foi realizada por duas pessoas, de forma independente e sem comunicação entre si.

Para cada empresa foram coletadas as cotações de sua ação mais líquida e também o índice Ibovespa correspondente ao período. Desta forma, foi feita a relação entre a variação do preço da ação, a variação do Ibovespa e o fato relevante.

A amostra final, após serem eliminadas as duplicidades e os fatos com cotação considerada insuficiente, é de 659 fatos relevantes, sendo a maioria neutros. Para estes, 95% não apresentaram nenhum efeito sobre o preço das ações, conforme o esperado. A justificativa para tal fato deve-se ao conteúdo destes fatos, já que a maioria representava um cumprimento da norma ou sentenças declarativas. Portanto para os fatos relevantes neutros os resultados corroboram com a teoria (BEUREN; GALLON 2006).

Para os fatos relevantes considerados otimistas, verificou-se que o mercado não reagiu à linguagem utilizada nesses fatos. O que não vêm a corroborar com a teoria (LI 2006; DAVIS *et al*, 2006). Podemos abordar a questão de diferentes pontos de vista. Talvez o mercado esperasse notícias ainda melhores, que na prática não ocorreram, frustrando dessa forma a expectativa dos investidores. O mercado pode ter interpretado também que empresa tentou disfarçar uma notícia ruim de forma mais favorável, corroborando com Sancovsch e Silva (2006). Outra possível justificativa está relacionada com a hipótese de eficiência do mercado brasileiro em sua forma semiforte. Assim, essas informações teriam sido antecipadas pelo mercado, estando, portanto, já refletidas nos preços.

Os fatos classificados como pessimistas foram poucos, o que dificulta fazer algum tipo de generalização.

Sugere-se para as próximas pesquisas a ampliação do período e conseqüentemente do tamanho da amostra, além da utilização de novas metodologias de pesquisa.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3º ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BEUREN, Ilse Maria; COLAUTO, Romualdo Douglas. Análise de Conteúdo das Estratégias nos Relatórios de Administração de Companhias Abertas. **Revista Eletrônica de Administração**. Porto Alegre, vol.12, n. 49, 2006

BEUREN, Ilse Maria; GALLON, Alessandra Vasconcelos. Análise do conteúdo da evidenciação nos Relatórios da Administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa. In: Congresso USP de Contabilidade e Finanças. 6, 2006. São Paulo, **Anais...** EAC/FEA/USP, 2006.

BLIGH, Michele; HESS, Gregory D.. **A quantitative Assessment of the quantitative aspects of chairman greenspan's communications**. 2005. Disponível em [www.google.com.br/search?hl=pt-BR&q=A+quantitative](http://www.google.com.br/search?hl=pt-BR&q=A+quantitative) Acesso em: 23 fev. 2008.

BRASIL. Lei das sociedades por ações. Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Publicado no Diário Oficial da União em 17.12.77. Disponível em [□www.planalto.gov.br□](http://www.planalto.gov.br) Acesso em: 27 fev. 2008.

CARDOSO, Ricardo Lopes *et al.* Influências da Positive Accounting no Programas de Mestrado em Contabilidade: uma análise bibliométrica da produção acadêmica de 2002 a 2005. **Brazilian Business Review**. Vitória, vol. 4, n. 2, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Cadernos CVM**. Disponível em [□www.cvm.gov.br□](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 20 Jan. 2008.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Disponível em [□www.cvm.gov.br□](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 25 Fev.2008.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Conteúdo Relativo e Incremental do Lucro e do Fluxo de Caixa das Operações no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2006. 153p. Dissertação de Mestrado– Curso de Mestrado em Contabilidade - Curso de Mestrado em Ciências Contábeis. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2006.

DANTAS, José Alves. **Reação do Mercado a Alavancagem Operacional: um estudo empírico no Brasil**. 2005. 141p. Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2005.

DAVIS *et al.* **Beyond the numbers: an analysis of optimistic and pessimistic language in earnings press Releases**. Research Division – Federal Reserve Bank of St. Louis. Working paper series, 2006. Disponível em: [□research.stlouisfed.org□](http://research.stlouisfed.org). Acesso em: 28 Fev. 2008.

FERNANDES, José L. T; SILVA, César A. T. Análise da Legibilidade dos Textos Narrativos dos Fatos Relevantes Divulgados pelas Empresas Brasileiras de Capital Aberto nos Anos de 2002 a 2006. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA. 4, 2007, São Paulo, **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2007.

GAFFIKIN, Michael. Accounting Research and Theory: The age of neo – empiricism. **Australasian Accounting Business and finance journal**, vol. 1, n.1, 2007.

HENDRIKSEN, Eldon S; BREDÁ, Michael F. Van. **Teoria da Contabilidade**. Trad. De Antônio Zoratto Sanvicente. 5º ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 7º ed. São Paulo: Atlas, 2004.

LAMOUNIER, Wagner Moura *et al.* Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 40, Jan./Abr. 2006.

LI, Feng. **Annual report readability, earnings and stock returns**. Working paper, NBER, P.1-46, 2006.

LOPES, Alexsandro B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. Tese de Doutorado – Curso de Doutorado em Contabilidade – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2001.

\_\_\_\_\_. **A informação contábil e o mercado de capitais**. 1º ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

\_\_\_\_\_; LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo; TEIXEIRA, Aridélmo J. C. O Diferencial no Impacto dos Resultados Contábeis nas Ações Ordinárias e Preferenciais no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 37, p. 46 – 58, Jan./Abr. 2005.

LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa *et al.* Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 41, mai/Ago. 2006.

LYRA, Ricardo Luis Wust Correa de; OLINQUEVITCH, José Leônidas. Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, V.3, n.2, p. 39 – 53. Blumenau, 2007.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? **Revista Eletrônica de Administração**. Porto Alegre, v.12, n.3, Mai/Jun. 2006

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 1º ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MELLONE JUNIOR, Geraldo. Evidência empírica da relação cross-sectional entre retorno. In: XXIII EnANPAD, 1999, Foz do Iguaçu. **Anais...** Paraná: ANPAD, 2002.

MORETTIN, Pedro; TOLOI, Clélia. **Análise de séries temporais**. São Paulo: Edgard Blucher, 2004.

PEREIRA, Clésia Camilo. **Efeito das notícias pré-divulgadas no lucro: uma análise no setor de metalurgia e siderúrgica brasileiro**. 2006. 91 p. Dissertação de Mestrado - Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2006.

PONTE, B. M. R.; OLIVEIRA, M. C. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, n.36, p. 7-20, 2004.

RODRIGUES, Fernanda F. **Análise das Variáveis que Influenciam as Informações Divulgadas nos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras**: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003. 2005. 118 p. Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2005.

RODRIGUES, Fernanda Fernandes. Análise das variáveis que influenciam as informações divulgadas nos relatórios de administração das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. 6, 2006, São Paulo, **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP. 2006.

SALAZAR, José Nicolás Albuja. O fenômeno de retornos anormais decorrentes da inclusão e exclusão das ações na carteira teórica do índice Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, n. 45, 2007.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2007.

SANCOVSCHI, Moacir; SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. Evidenciação social corporativa: Estudo de Caso Da Empresa Petróleo Brasileiro S.A. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, 2006.

SCHIEHLL, Eduardo. **O Efeito da Divulgação das Demonstrações financeiras no Mercado de capitais Brasileiro: Um estudo sobre a Variação no Preço das Ações**. 1996. 98 p. Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado em Administração. (PPGA/UFRGS), Porto Alegre, 1996. Disponível em  <http://volpi.ea.ufrgs.br/teses> . Acesso em: 26 Jan. 2008.