

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

MARCELO PINTO DA SILVA

**A RELAÇÃO ENTRE OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E O POST-
EARNINGS-ANNOUNCEMENT DRIFT: UMA ANÁLISE DA EFICIÊNCIA DE
MERCADO NO BRASIL**

**SÃO LEOPOLDO
2015**

Marcelo Pinto da Silva

A Relação entre os investidores institucionais e o Post-earnings-announcement drift:
Uma análise da eficiência de mercado no Brasil

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

São Leopoldo

2015

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

S586r Silva, Marcelo Pinto da

A Relação Entre os Investidores Institucionais e o Post-Earnings-Announcement Drift: uma análise da eficiência de mercado no Brasil [manuscrito] / Marcelo Pinto da Silva; orientador: Roberto Frota Decourt. – São Leopoldo, 2015.

74 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, 2015, São Leopoldo, BR-RS.

1. Investidor institucional – Mercado de Ações – Brasil. 2. Mercado – Brasil – Eficiência. 3. Post-Earnings-Announcement Drift. 4. Contabilidade – Brasil. I. Decourt, Roberto Frota. II. Título.

CDU – 336.7(81)

Bibliotecária Maria Amália Penna de Moraes Ferlini – CRB-10/449

Marcelo Pinto da Silva

A RELAÇÃO ENTRE OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E O POST-
EARNINGS-ANNOUNCEMENT DRIFT: UMA ANÁLISE DA EFICIÊNCIA DE
MERCADO NO BRASIL

Dissertação apresentada como requisito
parcial para a obtenção do título de
Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade
do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em 23 de Fevereiro de 2015

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Alfredo Sarlo Neto – Universidade Federal do Espírito Santo

Professor Dr. Tiago Wickstrom Alves – Universidade do Vale do Rio dos Sinos -
UNISINOS

Professor Dr. João Zani - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Dedico este trabalho à minha vó, Leopoldina Pinto.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS, pelos ensinamentos, em especial aos Professores Doutores João Zani, Francisco Zanini, Tiago Alves, Igor Moraes e Roberto Decourt.

Agradeço aos meus colegas de linha de pesquisa pelas colaborações nos estudos, trabalhos e elaborações de artigos durante o curso.

Agradeço à minha namorada, Contadora Cíntia Rodrigues Martins, pela compreensão durante a minha ausência em função dos estudos e pelo fundamental incentivo para iniciar, prosseguir e concluir o mestrado.

Agradeço à minha família, em especial aos meus pais, Antonio Luís Pereira da Silva e Eloá Pinto da Silva, pelos primeiros incentivos para seguir na carreira contábil, a começar no curso técnico em contabilidade até o presente mestrado.

Agradeço aos meus colegas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, em especial à Diretora do Departamento, Helena Maria Franck da Rocha, pelo apoio dispensado.

Agradeço aos meus amigos de infância, em especial aos companheiros Leonardo Michelin Pinto e José Luis Maineri Filho, os quais me influenciaram por toda minha carreira.

RESUMO

O presente trabalho concentra-se em uma investigação empírica acerca da relação entre os investidores institucionais e o comportamento dos retornos anormais das ações após a divulgação dos resultados, anomalia reconhecida na literatura estrangeira como post-earnings-announcement drift (PEAD). Esta pesquisa objetiva verificar alterações na hipótese de eficiência de mercado através da relação entre os investidores institucionais e o PEAD. Para tanto, elaborou-se quatro modelos de regressão com dados em painel com base em estudos anteriores em que a variável dependente é o retorno anormal acumulado (RAA) e as variáveis independentes explanatórias da pesquisa são o *standardized unexpected earnings* (SUE) e a participação acionária dos investidores institucionais (PII). Aplicou-se o teste de hipótese para verificar se a média do RAA era diferente de zero, bem como se aplicou o teste de Hausman para identificar o modelo de efeito fixo ou variável dos dados em painel. Verificou-se que os coeficientes das variáveis PII e RAA foram negativos e significantes a 1% e 10%. Dessa maneira, evidenciou-se para o período e empresas pesquisadas que os investidores institucionais contribuem para a eficiência de mercado, bem como para o conteúdo informativo dos dados contábeis, através de sua relação com o PEAD.

Palavras-chave: Retornos Anormais. Investidor Institucional. Post-Earnings-Announcement Drift. Informação Contábil.

ABSTRACT

This work focuses on an empirical investigation about the relation between institutional investors and the abnormal returns of shares after earnings announcement, anomaly known in the foreign literature as post-earnings-announcement drift (PEAD). It aims at verifying alterations in the market efficiency hypothesis through the relationship between institutional investors and PEAD. Thus, it was developed four regression models with panel data based on previous studies, in which the dependent variable is the cumulative abnormal return (CAR) and the independent explanatory variables, the standardized unexpected earnings (SUE) and the share participation of investors (SPI). The hypothesis test was applied to verify whether the CAR average was different from zero, as well as it was applied the Hausman's test to identify the variable or fixed effect of panel data. It was verified that the coefficients of SPI and CAR were negative and significative to 1% and 10%. Thus, it was evidenced for the period and companies investigated that the institutional investors contribute for the market efficiency, as well as for the informative content of accounting data through the relationship with PEAD.

Key-words: Abnormal returns. Institutional Investor. Post-Earnings-Announcement Drift. Accounting Information.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis	53
Tabela 2 – Correlação das Variáveis	55
Tabela 3 – Teste de Hipótese para a Variável RAA	55
Tabela 4 – Teste de Hausman	56
Tabela 5 – Resultados da regressão com Modelo 01	57
Tabela 6 – Resultados da regressão com o Modelo 02	58
Tabela 7 – Resultados da regressão com o Modelo 03	59
Tabela 8 – Resultados da regressão com o Modelo 04	60
Tabela 9 – Resultados da regressão com Modelo 01 ajustado.....	60

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Amostra e forma de coleta de dados.....	43
Quadro 2 – Resumo das variáveis e expectativa de sinal dos coeficientes	44
Quadro 3 – Empresas da amostra	75

LISTA DE SIGLAS

ANACOR	Análise de Correspondência
ANALIS	Número de Analistas que Seguem a Empresa
CAR	Cumulative Abnormal Return
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IBOVESPA	Índice da Bovespa
IBRA	Índice Brasil Amplo
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PEAD	Post-Earnings-Announcement Drift
PII	Participação Acionária dos Investidores Institucionais
RAA	Retorno Anormal Acumulado
RIV	Residual Income Valuation
RUC	Repetição da Última Cotação
S&P	Standard&poors
SUE	Standardized Unexpected Earnings
TAM	Tamanho

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Definição do Problema	14
1.2 Delimitações do Trabalho	14
1.3 Objetivos	15
1.3.1 Objetivo Geral	15
1.3.2 Objetivos Específicos	15
1.4 Justificativa	15
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	18
2.1 Eficiência de Mercado	18
2.2 A Informação Contábil e o Preço das Ações	21
2.3 Estudos Empíricos no Brasil	29
2.4 O Post-Earnings-Announcement Drift	32
2.5 Determinantes do Post-Earnings-Announcement Drift	35
2.6 Investidores Institucionais e o Post-Earnings-Announcement Drift	38
3 METODOLOGIA	42
3.1 Amostra e Forma de Coleta de Dados	42
3.2 Definição das Variáveis	43
3.2.1 Variável Dependente	44
3.2.2 Variáveis Independentes	47
3.2.3 Variáveis de Controle	49
3.2 Modelos Econométricos	50
3.3 Limitação do Estudo	51
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	53
4.1 Análise Descritiva	53
4.2 Análise da Correlação entre as Variáveis	54
4.3 Teste de Média e Teste de Modelo de Efeito Fixo	55
4.4 Análise das regressões	56
4.4 Análise das Hipóteses da Pesquisa	61
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	66
REFERÊNCIAS	68
APÊNDICE A – EMPRESAS PESQUISADAS	75
ANEXO A – DESCRIÇÃO DO ÍNDICE BRASIL AMPLO	79

1 INTRODUÇÃO

O post-earnings-announcement drift (PEAD) é uma anomalia observada em alguns mercados de ações que faz com que os retornos anormais persistam após a divulgação de lucros surpresas. Essa anomalia foi constatada por Ball e Brown (1968), porém sem muito destaque para o efeito identificado. Foster, Olsen e Shelvlin (1984) dedicaram maior atenção ao PEAD, confirmando o fenômeno. Bernard e Thomas (1989,1990) investigaram o PEAD em relação às suas causas com relação ao atraso de precificação dos ativos, bem como a não identificação de prêmio de risco nas empresas. Ng, Rusticus e Verdi (2007) inferiram que os custos de transação oferecem explicação para ocorrência de PEAD.

Observa-se que o PEAD é um fenômeno que oferece oportunidades de pesquisa acerca de sua ocorrência em outros mercados, bem como a investigação em relação a possíveis fatores que podem amenizar ou incentivar a sua incidência. Há décadas, Essa anomalia é investigada nos mercados desenvolvidos, criando uma lacuna na verificação de sua ocorrência em outros mercados. Souza (2013) analisou o PEAD no Brasil, encontrando evidências que levam a inferir a existência da anomalia nesse mercado. Tendo em vista a característica do mercado de capitais no Brasil, que reflete fatores observados em outros países emergentes, e a pouca abordagem em relação ao PEAD neste cenário, vislumbra-se uma oportunidade de pesquisa.

Bartov *et al.* (2000) ao investigarem a influência dos investidores institucionais nos comportamentos do preço das ações após a divulgação de resultados, encontram uma relação negativa, sinalizando que tais investidores amenizam o PEAD. Outros estudos também se concentraram na investigação da influência dos investidores institucionais no preço das ações após a divulgação dos resultados, tais como Potter (1992) e Ke e Ramalingegowda (2005).

Nota-se que o PEAD, entendido também como o padrão de comportamento dos retornos anormais das ações em torno dos anúncios do trimestre subsequente à divulgação do resultado, possui relação com a capacidade informativa dos relatórios financeiros das empresas, haja vista que a informação deve ser refletida no preço das ações de forma imediata, segundo a hipótese de mercado eficiente em sua forma semi-forte.

Considerando que o Brasil passou a ter, nos últimos anos, uma maior participação de investidores institucionais em seu mercado de ações, surge a oportunidade de investigar a influência desses investidores sobre o PEAD no mercado acionário brasileiro.

Neste trabalho, consideram-se investidores institucionais as entidades que atuam no mercado de capitais investindo elevada quantidade de recursos financeiros, tais como fundos de pensão, fundações de seguridade social, fundos de investimento, companhias de seguros e capitalização e outras companhias de investimento.

No Brasil, as aplicações dos investidores institucionais aumentaram de 467,7 bilhões para 1,2 trilhão de dólares entre 2005 e 2010, fazendo com que o Brasil ocupasse a liderança na base de investidores institucionais em toda a América Latina, conforme reportagem da revista virtual *exame.com*. Atualmente, o investidor institucional, entre estrangeiros e locais, detém algo em torno de 70% das movimentações financeiras da BM&FBOVESPA, de acordo com reportagem do site *exame.com* (2010).

Dessa forma, este estudo tem a intenção de analisar a relação entre os investidores institucionais e o *post-earnings-announcement drift* no mercado acionário brasileiro.

Tal análise permite que seja verificada a relação entre os lucros surpresas divulgados e os retornos anormais posteriores a essas divulgações. Assim, o presente trabalho, também faz um *link* com a questão da capacidade informativa do conteúdo das demonstrações contábeis.

Com base em estudos anteriores, como Bartov *et al.* (2000), espera-se que os investidores institucionais tenham uma relação negativa com o PEAD, amenizando o efeito dessa anomalia de mercado.

De fato, o presente trabalho, em uma análise ampla, visa a verificar se os investidores institucionais contribuem para uma melhor eficiência de mercado, utilizando-se do PEAD para tal verificação.

Para tanto, a proxy utilizada para investidores institucionais, a exemplo de outros estudos, é o percentual de participação acionária de investidores institucionais nas empresas da BM&FBOVESPA, e a proxy para os lucros anormais seria a metodologia aplicada nos principais estudos, com a denominação de

padronização de lucros inesperados, tratada como *Standardized Unexpected Earnings* (SUE) na literatura estrangeira.

De acordo com os estudos de Bartov *et al.* (2000), os investidores institucionais amenizam o efeito PEAD, fazendo com que o mercado seja menos ineficiente. Espera-se que no Brasil seja inferida relação semelhante, tendo em vista a crescente participação dos investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro.

Este estudo oportuniza evidenciar se a informação contábil e os investidores institucionais contribuem para uma maior eficiência do mercado acionário brasileiro, bem como permite uma análise da utilização da informação contábil pelo investidor institucional. A presente pesquisa também contribui com a literatura do tema, cooperando com futuros estudos, ao aplicar tal pesquisa no Brasil, haja vista que não se verificou investigação acerca da relação entre investidor institucional e padrão de comportamento do retorno das ações no país.

Para tanto, este trabalho está dividido em cinco capítulos destinados a contribuir para o alcance do objetivo da pesquisa, com a seguinte estrutura.

No capítulo 01, é apresentada a contextualização do tema, bem como são descritos o problema de pesquisa e o objetivo geral e os específicos do trabalho e a delimitação do tema. Ainda neste capítulo é demonstrada a justificativa e relevância do tema de pesquisa.

O capítulo 02 é reservado para a revisão da literatura, dividido em seis subcapítulos, com os seguintes títulos: Eficiência de mercado; A informação contábil e o preço das ações; Estudos empíricos no Brasil; O *post-earnings-announcement drift*; Determinantes do *post-earnings-announcement drift*, e Investidor institucional e o *post-earnings-announcement drift*.

No capítulo 03, aborda-se a metodologia da pesquisa, estruturada em quatro divisões com o objetivo de descrever a amostra e a forma de coleta de dados, a definição das variáveis da pesquisa, os modelos econométricos a serem testados e, por último, a limitação do estudo.

O capítulo 05 destina-se à análise dos resultados encontrados no estudo. Assim, divide-se em cinco partes, onde se realiza a análise da estatística descritiva, a análise da correlação das variáveis, análise dos testes de média e de modelo de efeito fixo, análise das regressões e, por último, a análise das hipóteses deste trabalho.

No último capítulo, são descritas as considerações finais da investigação.

1.1 Definição do Problema

Os investidores institucionais, agentes responsáveis por gerenciar recursos de terceiros, tornaram-se um dos mais importantes participantes no mercado, em função do volume de recursos financeiros captados junto à sociedade. Tais investidores por vezes possuem atuação ativa na gestão dos ativos investidos, o que pode sinalizar maiores níveis de transparência e governança na gestão corporativa dos investimentos.

Conforme exposto na seção anterior, a análise da hipótese de eficiência de mercado, sob a ótica da relação entre os investidores institucionais e o comportamento dos retornos anormais posteriores à divulgação dos resultados contábeis, encontra espaço na pesquisa contábil.

Diante disso, apresenta-se o problema desta pesquisa.

Os investidores institucionais contribuem para uma melhor eficiência de mercado no Brasil através de sua relação com o *post-earnings-announcement drift*?

1.2 Delimitações do Trabalho

A delimitação do estudo concentra-se no período, no ambiente e nos dados a serem utilizados na pesquisa deste estudo.

Em relação ao período, o estudo contempla os trimestres dos anos de 2004 a 2013, fazendo com que haja uma limitação em relação à análise e inferências de outros períodos.

O ambiente limita-se ao mercado brasileiro, não permitindo deduções para outros mercados.

Os dados abrangem as ações das empresas listadas no Índice Brasil Amplo – IBRA da BM&FBOVESPA, ensejando que a pesquisa limite-se a se concentrar nestas empresas.

Com isso, salienta-se que este estudo propõe-se a analisar a relação entre os investidores institucionais e o *post-earnings-announcement drift* com a intenção de verificar alterações na eficiência de mercado. Ou seja, o estudo limita-se a investigar

se os investidores institucionais contribuem para a persistência dos retornos anormais verificados após a divulgação de resultados surpresas ou os amenizam.

1.3 Objetivos

Para responder ao problema exposto, o trabalho apresenta o objetivo geral e os objetivos específicos.

1.3.1 Objetivo Geral

Investigar qual a relação entre os investidores institucionais e o *post-earnings-announcement drift* no mercado acionário brasileiro.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) identificar a participação de investidores institucionais na composição acionária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.
- b) Analisar o comportamento dos retornos anormais após a divulgação dos resultados.
- c) Verificar variáveis relacionadas com o comportamento dos retornos anormais das ações após a divulgação dos resultados.

1.4 Justificativa

Os estudos que traçam como foco de investigação a hipótese de mercados eficientes são vastos na academia de finanças e economia, contudo é um tema que demanda um estudo contínuo para que seja oferecido o maior nível de robustez às inferências obtidas nessas pesquisas.

A pesquisa em relação à relevância da informação contábil, isto é, quanto à sua utilidade e ao conseqüente reflexo no valor de mercado das empresas, é incipiente nos mercados menos desenvolvidos. O mesmo ocorre no Brasil, onde pesquisas com a intenção de analisar a absorção da informação contábil pelos agentes de mercado se mostram pouco averiguadas.

Em tornos das necessidades supracitadas, os investidores institucionais se apresentam como um agente de mercado com grande capacidade de interferir

nestes dois fatores importantes no mercado de capitais: eficiência de mercado e a informação contábil.

Diante disso, observa-se que o PEAD é um fenômeno que oferece oportunidades de pesquisa acerca de sua ocorrência em outros mercados, bem como a investigação em relação a possíveis fatores que podem amenizar ou incentivar a sua incidência. Há décadas, esta anomalia é investigada nos mercados desenvolvidos, criando uma lacuna na verificação de sua ocorrência em outros menos desenvolvidos. Souza (2013) analisou o PEAD no Brasil, encontrando evidências que levam a inferir a existência da anomalia nesse mercado.

Tendo em vista a característica do mercado de capitais no Brasil, que reflete as características de outros países emergentes e a pouca abordagem em relação ao PEAD neste cenário, vislumbra-se uma oportunidade de pesquisa. Bartov *et al.* (2000) investigaram a influência dos investidores institucionais nos comportamento do preço das ações após a divulgação de resultados, os autores encontram uma relação negativa, sinalizando que tais investidores amenizam o PEAD. Considerando que o Brasil, nos últimos anos, passou a ter uma maior participação de investidores institucionais em seu mercado de ações, surge a oportunidade de investigar a influência desses investidores sobre o PEAD no mercado acionário Brasileiro.

Diante disso, torna-se relevante a necessidade da colaboração cada vez mais intensa da academia de finanças nos estudos acerca de anomalias nos mercados acionários.

Através dos aspectos abordados, este trabalho apresentará evidências que podem contribuir para as pesquisas acerca de investigações da eficiência de mercado e em relação ao papel da informação contábil diante de determinados fatores relacionados à participação de investidores institucionais na estrutura acionária, bem como colaborar com a literatura nacional servindo como parâmetro para novos estudos.

Diante disso, a presente pesquisa apresenta-se os seguintes aspectos relacionados à sua justificativa e relevâncias.

Investigar a relação entre os investidores institucionais e o PEAD constitui um enfoque pouco explorado no mercado brasileiro, porém constatações ensejam sua necessidade.

As evidências apuradas neste trabalho podem fornecer inferências sobre a contribuição dos investidores institucionais na hipótese de mercado eficiente analisados sob a perspectiva do reflexo da informação contábil no preço das ações das firmas.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Eficiência de Mercado

A eficiência de mercado constitui um campo amplo para pesquisa empírica em economia financeira. Fama (1970) implementou os primeiros testes evidenciando que o mercado se comporta de maneira eficiente.

No período entre 1930 a 1960, surgiram os primeiros trabalhos acerca da Hipótese de Mercado Eficiente (HME), tais como Working (1934) e Kendall (1953) que, através de exames estatísticos, evidenciaram-se que as variações dos preços das ações eram não correlacionadas entre si.

Tal constatação deve-se a eficiência de mercado, haja vista que os preços dos ativos representavam todas as informações disponíveis e não enviesadas de forma proposital. (FAMA, 1970).

Jensen e Smith (1984) apontam que, num mercado eficiente, não existem possibilidades de obtenção lucros anormais de forma sistemática com base nas informações disponíveis, pois os preços dos ativos refletem completamente tais informações.

Entende-se que as informações, por serem públicas, são utilizadas de forma eficiente e racional por todos os membros do mercado, fazendo com que haja uma análise padronizada do ativo em questão, impossibilitando uma percepção diferenciada do comportamento dos preços das ações.

Fama (1970) expõe três tipos de forma de eficiência de mercado: forma fraca, em que são utilizados apenas os preços passados para determinação do preço das ações, e estes não possibilitam realização de estratégias que promovam retornos anormais sistemáticos; forma semi-forte, na qual todas as informações disponíveis são refletidas no valor de mercado dos ativos; e a forma forte, onde, não apenas as informações públicas são consideradas, mas também as informações privilegiadas obtidas por determinados investidores ou grupos de investidores, neste cenário, o retorno anormal sistemático não é possível nem mesmo com tais informações privilegiadas.

Diante do exposto, percebe-se que a partir do momento que as informações passam a ser conhecidas pelos agentes envolvidos na avaliação dos ativos, torna-se

inviável estabelecer ganhos anormais de forma sistemática, tendo em vista que todos irão se fundamentar nas mesmas informações disponíveis.

A forma semi-forte da Eficiência de Mercado implica que toda a informação disponível está incorporada nos preços dos ativos, inferindo-se que as informações disponíveis consideram as informações referentes às séries históricas de preços, demonstrações financeiras, notícias da economia, ou seja, todo e qualquer tipo de informação que esteja à disposição de todos. Nesta acepção, nenhum analista seria capaz de obter ganhos acima da média de forma sistemática com sua estratégia, pois o modo de previsão de preços também estaria sendo usado por diversos analistas. (HAUGEN, 2001).

Na forma forte de Eficiência de Mercado, são incorporadas a forma fraca e a forma semi-forte, isto é, todas as informações pertinentes estão absorvidas no preço da ação, inclusive informações privilegiadas. Diante disso, todo ativo negociado teria seu preço ajustado por todas as informações, públicas ou não, ensejando que nenhuma pessoa aufera ganhos extraordinários, nem mesmo os *insiders*. (HAUGEN, 2001).

A HME oferece grande suporte à pesquisa da relevância e da informatividade da informação contábil no mercado de capitais, pois possibilita a averiguação do relacionamento de resultados contábeis e variáveis de mercado. A Hipótese de Mercado Eficiente contribui para identificar e mensurar o impacto da informação contábil no comportamento dos preços de ativos financeiros. (LOPES, *et al.*, 2012).

Bernard e Thomas (1989) citam que é de difícil compreensão o motivo pelo qual os preços das ações não refletem de forma integral e tempestivamente a divulgação de informações relevantes, como os lucros, contribuindo com indícios para o entendimento do evento citado. Em suas pesquisas, defendem que há uma defasagem em relação ao momento da divulgação das informações e a reação do mercado. De forma específica, há um período no qual o mercado não absorve a informação divulgada, período este que corresponde ao intervalo entre a data da divulgação e o trimestre seguinte. Assim, conforme exposto, um anúncio inesperado, tanto negativo quanto positivo, no trimestre atual, t , refletirá no mercado nos dias em torno do trimestre seguinte, $t+1$. Dessa maneira, os autores destacam que um mercado influenciado por investidores que se baseiam na divulgação de informações trimestrais para estimar os valores das ações em períodos posteriores representa uma descaracterização preocupante do modelo de mercado eficiente.

Watts e Zimmerman (1986) destacam que o mercado é eficiente para um conjunto de informações relevantes que possa proporcionar a obtenção de lucros econômicos através da compra e venda de ativos, dependendo-se que a eficiência de mercado pode existir para determinado grupo de informações, ao passo que, para outro grupo, pode não haver eficiência.

Dentre esses grupos de informações relevantes, necessariamente encontra-se a informação contábil, destacando-se que ocorrerá eficiência quando ninguém obtiver retornos anormais de forma sistemática tomando decisões com base em determinado conjunto de informações que proporcionem tal retorno.

Lopes *et al.* (2012) inferem que a ocorrência de HME implica que o retorno anormal, resultado da subtração entre o retorno realizado e o retorno esperado, terá média igual a zero no longo prazo. Os autores esclarecem que tradicionalmente os estudos que envolvem a HME em função de um conjunto de informações contábeis utilizam o lucro líquido e patrimônio líquido como *proxy* destas.

Nota-se que a mensuração da qualidade da informação contábil está relacionada com a capacidade de o mercado ser eficiente, já que deve-se considerar a absorção da divulgação dos resultados contábeis na precificação dos ativos.

Contudo, observa-se que determinados fatores podem contribuir para que não ocorra a eficiência de mercado. Arkelof (1970), em seu clássico estudo acerca da análise da assimetria de informação entre os agentes de mercado, ilustrado através do comércio de veículos usados, evidenciou que a falta de informação disponível acarreta consequências prejudiciais à precificação correta dos ativos.

Stiglitz (2000) destaca que hoje a informação é imperfeita, e sua obtenção pode ser cara. Há importantes assimetrias de informação e a extensão das assimetrias é afetada tanto pelas empresas como pelas pessoas físicas. O autor ainda salienta que essas considerações fundamentam a compreensão do que até então se sabia como certo, tais como o teorema de bem-estar fundamental, bem como fornece explicações de fenômenos econômicos e sociais que de outra forma seriam difíceis de entender.

Cabe destacar, neste ponto, os ensinamentos de Berle e Means (1932) onde os autores asseveram que a propriedade será beneficiada pela relação com o mercado, e essa propriedade será, no mercado, o reflexo do controle.

Observa-se que a informação no mercado sofre diversas influências, que podem constituir diversos fatos que distorcem a eficiência de análise dos agentes

envolvidos. Por analogia, comparam-se tais fatores à divulgação de resultados das empresas e seus efeitos sobre o retorno das ações.

Em função do abordado, passa-se a analisar a literatura acerca da relação entre a informação contábil e o preço das ações das empresas.

2.2 A Informação Contábil e o Preço das Ações

A informação contábil possui papel essencial nas relações entre os agentes envolvidos nas atividades corporativas no mercado de capitais. Observa-se tal importância a partir do ensinamento de Jensen e Meckling (1976) onde citam a necessidade de reconhecer que a maioria das organizações é simplesmente ficção legal que serve como um nexo para um conjunto de relações de contratos entre os indivíduos. Isto inclui empresas; instituições sem fins lucrativos, como universidades, hospitais e fundações; organizações mutualistas, como bancos de investimento e companhias de seguros de poupança e cooperativas; alguns clubes privados; e até mesmo órgãos governamentais, tais como cidades, estados e o governo federal.

Assim, a corporação ou empresa privada é simplesmente uma forma de ficção legal que serve como um nexo para a contratação de relacionamentos, também se caracterizando pela existência de reivindicações residuais divisíveis sobre os ativos e fluxos de caixa da organização, que geralmente podem ser vendidos sem a permissão do outros indivíduos contratantes.

Lopes (2002, p. 22) faz uma assertiva que fornece uma noção da magnitude da informação contábil para o bom andamento das corporações:

[...] noções de lealdade, moralidade e outros valores do gênero não são incorporados à teoria positiva da contabilidade. Pelo contrário, assume-se que os objetivos pessoais guiam todas as ações dos indivíduos e, por isso, as organizações precisam acionar mecanismos que lhes permitam diminuir conflitos de interesse. Assim, instrumentos de natureza contábil seriam necessários, por exemplo, para eventual alinhamento de interesses entre administradores e proprietários. É por isso que se afirma que a referida teoria está fortemente alicerçada nos princípios da chamada Teoria do Agente. Aliás, não só na Teoria do Agente, mas também em outros aparatos conceituais de natureza econômica como a Hipótese do Mercado Eficiente e estudos que consideram a reação do mercado de capitais à informação contábil.

Com a leitura do trecho acima, verifica-se que a informação contábil é uma ferramenta capaz de influenciar diretamente na decisão dos agentes envolvidos nos mais diversos mercados. Esta qualidade se materializa na capacidade que a

informação contábil possui em interferir nas ações de seus usuários. Porém, conforme citam Barth, Landsman e Lang (2007) ainda não consta na literatura uma medida exata para a mensuração da qualidade da informação contábil. Destaca-se que este tipo de pesquisa é bastante difundido em mercados desenvolvidos, sendo embrionária em outras economias, como a do Brasil, por exemplo.

Em trabalho recente, Dechow, Ge e Schrand (2010) realizaram uma pesquisa sobre as proxies utilizadas para representar a qualidade da informação contábil em mais 300 trabalhos. Os autores citam que a proxy a ser utilizada depende do contexto de utilização da informação contábil, bem como do desempenho da empresa. Esses autores citam que há três características que devem ser observadas na definição de qualidade de resultados contábeis.

Primeiro, a qualidade da informação contábil depende da relevância da informação contábil em interferir na decisão considerando um contexto específico;

Segundo, a qualidade do resultado depende da capacidade informativa sobre o desempenho financeiro da empresa;

Terceiro, a qualidade dos resultados contábil será determinada pelo conjunto da relevância do desempenho financeiro e a capacidade da contabilidade em mensurar esse desempenho.

Neste trabalho, os autores classificaram as proxies de qualidade dos resultados em três categorias: propriedade dos lucros, capacidade de resposta dos investidores ao lucro e indicadores externos de distorções dos lucros.

De forma precursora, destaca-se o clássico trabalho de Ball e Brown (1968), os primeiros a investigar a relação entre os resultados contábeis e o retorno do preço das ações. Neste estudo foi detectada uma relação direta entre os lucros contábeis e o preço das ações no mercado americano, inferindo que a contabilidade possui capacidade informativa para interferir na expectativa futura dos agentes do mercado.

Na mesma época, em continuidade aos estudos, Beaver (1968) realizou um trabalho para verificar a relevância da informação contábil, relacionando variações de retornos anormais dos preços das ações e a divulgação de lucros anuais. Verificou-se maior variabilidade do preço das ações em períodos próximos ao da data de divulgação dos resultados contábeis, inferindo-se que as informações contábeis influenciam nas decisões dos investidores.

Outro estudo a ser citado é o de Beaver, Clarke e Wright (1979) em que é investigada a magnitude da relação entre a variação do lucro contábil e o retorno das ações, verificando-se que existiu uma relação positiva entre lucro contábil e preço das ações, sendo influenciada por fatores em comuns.

Um estudo verificou, no mercado americano, a relação entre lucro e retorno, considerando como variável explicativa a variação do lucro contábil, indicando uma melhor explicação para o retorno da ação com a inclusão da referida variável. (EASTON & HARRIS, 1991).

Percebe-se que os estudos iniciais tiveram como objetivo investigar a relevância da informação contábil em relação à variação dos preços das ações, sobretudo no mercado de capitais americano. Porém, diversos estudos foram desenvolvidos em outros mercados, tais como o de Brown (1970), na Austrália, de Firth (1981), no Reino Unido, de Forsgardh e Herten (1975), na Suécia, de Knight (1983), na África do Sul. Destacam-se alguns trabalhos importantes, ainda na literatura internacional, como Lev (1996), Strong e Walker (1993) e Collins, Pincus e Xie (1999).

As investigações realizadas na literatura internacional asseveram a existência de relação entre informação contábil e os preços das ações. Contudo, tal relação não segue um comportamento perfeito, conforme evidências encontradas. Desta maneira, apesar das variáveis, informação contábil e preço das ações andarem na mesma direção, a magnitude não segue o mesmo formato, assumindo variações diferentes em suas intensidades. Diante de tais constatações, as pesquisas sobre a informatividade dos dados contábeis empenham-se em investigar a influência de fatores sobre a relação.

Nota-se que os estudos iniciais, realizados na década de 60, por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), abordaram a relevância da informação contábil. Em seguida, passou-se a analisar os fatores que impactam nessa relação, como os estudos de Dyckman (1975) e Beaver, Griffin e Landsman (1982), que relacionaram a inflação, Amir e Lev (1996) que utilizaram bens intangíveis, Hayan (1995) que abordou prejuízos contábeis e tamanho da firma, bem como derivando o modelo da relevância para o modelo de informatividade contábil, em que o resultado contábil é relacionado com os retornos de mercado das empresas, como observado no estudo de Board e Walker (1990). Cabe citar, ainda, o estudo de Bartov (2000) que

relaciona a influência de investidores institucionais na relevância da informação contábil.

Em sequência às análises a respeito da relevância e da informatividade dos resultados contábeis, iniciou-se uma ampliação dos fatores a serem investigados quanto às suas influências sobre o conteúdo informativo dos números contábeis. Lopes (2002, p. 61) cita que “a governança corporativa tem sido apresentada como um importante fator sendo influenciado e influenciando a contabilidade”.

Em função disso, diversos fatores se apresentam como determinantes no nível de conteúdo da informação contábil. La Porta, Lopez e Shleifer (1998) produziram um trabalho em que foi realizada a comparação, entre diversos países, em relação às diferentes estruturas legais, *Civil law* e *Common law*. Nesse estudo, os autores destacam evidências indicando que os modelos legais influenciam na estrutura de proteção de acionistas e credores.

Lopes (2002) comenta que os modelos de *Common law* e *Code law* têm grande importância para a informação contábil.

Merryman (1969) destaca que *Code law* é o modelo mais influente e difundido pelo mundo em função do antigo Direito Romano. O autor relata que este modelo adota códigos formais detalhados fortemente influenciados pela academia jurídica para formulação de suas regras.

O modelo *Common law* baseia-se na lei inglesa, personalizando uma característica comum não influenciada por acadêmicos jurídicos por meio de extenso código detalhado, mas sim por fatores relacionados a decisões judiciais. (LA PORTA *et al.*, 1998).

Um estudo relevante no contexto dos modelos de regulamentação foi elaborado por Ball, Kothari e Robin (2000), desenvolvendo uma pesquisa com a intenção de verificar a função da contabilidade em diferentes cenários de governança corporativa em diversos países. No estudo, foi considerado o critério das diferentes características institucionais presentes nos países que adotam *Common law* em relação àqueles que adotam *Code law*.

Ball, Kothari e Robin (2000) diferenciam os modelos relacionando-os com a contabilidade. *Common law* evolui por meio de sua aceitação empírica, substanciando-se nas ações do setor privado e refletindo tal forma de evolução nos padrões da contabilidade. Assim, a contabilidade, no modelo de *Common law*, é

praticada de acordo com a evolução do mercado, bem como com a aceitação dessas práticas.

O desenvolvimento de *Code law* se dá pelas instituições governamentais, impactando tal característica na contabilidade. Desta forma, os padrões contábeis, nesse sistema, são estabelecidos pelo governo e seus órgãos.

As duas pesquisas citadas, de La Porta *et al.* (1998) e Ball *et al.* (2000), evidenciaram que a contabilidade sofre uma influência negativa nos modelos de *Cod law* ou *Common law*, no sentido que sua utilidade sofre limitações, ensejando que sua capacidade de fornecer informações seja prejudicada.

Ball *et al.* (2000) elencam uma série de fatores que influenciam a contabilidade de forma distinta, dependendo do sistema legal adotado no país, como a regulamentação, estrutura acionária, prestígio da profissão contábil, reflexo tributário e regulação da contabilidade.

De acordo com Lopes (2002, p. 63),

estas são as principais características que diferenciam os dois modelos legais citados. Além desses pontos, outros podem ser relacionados com a estrutura legal de governança corporativa sem estarem diretamente ligados com um ou outro sistema legal.

Diante do referido por Lopes (2002), e considerando o escopo do presente trabalho, dentre os fatores que influenciam a informação contábil independente do modelo legal que está sendo empregado, mas sim dependendo da estrutura de governança utilizada, destaca-se o fator sofisticação da base de investidor.

Conforme destacado por Lopes (2002, p. 64),

Mercados em que há predominância de investidores institucionais, fundos de investimentos ativos e outros investidores especializados tendem a utilizar a informação contábil de forma diferente daquela presente em mercados nos quais a base de investidores é menos sofisticada.

As constatações auferidas pelas pesquisas em relação à influência dos modelos legais sobre a função da contabilidade ensejaram uma nova ramificação das pesquisas com relação à qualidade da informação contábil. Desta maneira, iniciou-se uma séria de estudos nos últimos anos que se dedicaram a analisar a influência dos fatores ligados à Governança Corporativa sobre a relevância e informatividade do conteúdo contábil.

A relevância da informação contábil é verificada por meio da relação entre o preço das ações e o resultado contábil com a adição de uma variável que represente o Patrimônio Líquido, conforme pode ser percebido nos autores citados a seguir nesta seção.

Segundo Habib e Azim (2008), a relevância é a capacidade de a informação contábil contribuir para a formação do preço da ação, considerando que o lucro e o PL fornecem informações que sinalizam os fluxos de caixa futuros. Se a informação é relevante, o preço da ação caminha no mesmo sentido do lucro e do PL. Os mesmo autores ainda citam que a inclusão da variável Patrimônio Líquido no modelo se dá pelo fato de o PL representar o valor de liquidação da empresa, representando uma base inicial para estimar os resultados futuros da empresa.

Lopes (2001) cita que, em mercados menos desenvolvidos, com maior concentração acionária, a variável patrimônio tende a apresentar maior relação, em função da relevância deste em caso de liquidação da sociedade.

Segundo Kothary e Zimmermann (1995), considerando-se que os lucros correntes possuem informações essenciais sobre os fluxos de caixa futuros, espera-se que os modelos de avaliação em que os preços das ações são os preços presentes dos fluxos futuros sofram influência dos resultados, fazendo com que a informação contábil seja relevante.

Watts e Zimmerman (1986) esclarecem que a *informativeness* é a capacidade de a informação contábil interferir nos retornos anormais das empresas, considerando que o lucro contábil traz novas informações para o mercado. Se a informação é informativa, o retorno anormal caminha no mesmo sentido do lucro.

Dalmácio, Lopes e Sarlo Neto (2010) esclarecem que o termo utilizado na pesquisa sobre a capacidade informacional da contabilidade é denominado de “informatividade”, influenciado pela literatura internacional onde o tema é tratado como *informativeness*.

A identificação da informatividade se dá pela relação entre a informação contábil e o preço das ações, tal relação é frequentemente mensurada, pelos pesquisadores por meio da comparação entre o retorno do preço das ações e o resultado contábil. Desta maneira a informatividade será maior, quanto maior for a relação entre o retorno das ações e os resultados divulgados pela contabilidade.

As pesquisas internacionais sobre a *informativeness* são bem desenvolvidas e extensas, sendo exploradas por meio de diversas formas, e reunindo um conjunto de evidências em relação à informatividade da informação contábil.

Tais estudos iniciaram nos mercados desenvolvidos, como Estados Unidos. Em função da estrutura de mercado de capital, bem como das grandes estruturas das empresas, a informação contábil possui grande relevância nestes locais, recebendo uma elevada gama de estudos no sentido de verificar sua informatividade. Foram inúmeros os estudos, citam-se alguns.

O tamanho da empresa apresenta-se como um fator de investigação, sendo constatado, nos estudos, que a relação entre o tamanho e a informatividade da contabilidade é positiva. (ATIASE, 1985) (FREEMAN, 1987). Chaney e Jeter (1992) inferiram que os coeficientes da regressão aumentam com o tamanho da empresa.

Outro estudo importante relacionou o fator oportunidade de crescimento e a informatividade das informações contábeis. Para representar tal fator, foi utilizado como *proxy* o índice Market-to-book (MTB). Neste estudo, Collins e Kotthari (1989) constataram que existe relação positiva entre o índice MTB e a informatividade da informação contábil, ou seja, quanto maior a oportunidade de crescimento da empresa, maior a informatividade dos resultados contábeis.

A influência do endividamento sobre a informatividade contábil foi investigada por Dhaliwal, Lee e Fargher (1991). Nesse estudo, foi verificado que o nível de endividamento das empresas relaciona-se de forma fraca com o retorno e o lucro contábil. Os autores destacam que empresas mais endividadas estão sujeitas a terem mais sensibilidade à informatividade dos resultados em comparação com as menos alavancadas, tendo em vista que aquelas sofrem um acompanhamento maior por parte dos credores.

Hayn (1995) verificou se os prejuízos possuem conteúdo informativo em relação aos retornos das empresas. Evidenciou-se que os coeficientes das perdas possuem menos sensibilidade que os de ganhos, indicando que os prejuízos possuem menos informatividade do que os lucros.

Conforme já exposto a informatividade constitui-se na capacidade que os resultados contábeis possuem em influenciar os retornos anormais das empresas. Desta maneira, resultado contábil e retorno devem possuir uma relação positiva para caracterizar a informatividade contábil.

Os analistas financeiros se utilizam de diversas informações para constituir suas expectativas em relação aos resultados das empresas; dentre tais informações estão as informações contábeis. Watts e Zimmerman (1986) citam que os analistas não costumam aguardar pela divulgação pública das informações contábeis, intentando antecipá-las por meio de outros canais, tais como informativos especializados, relacionamento com gestores, cliente e fornecedores das empresas objeto de análise.

Martinez (2006, p. 2 e 3) assim caracteriza o analista:

Profissionais que avaliam a performance e as perspectivas futuras das companhias com cotação em bolsa de valores. Eles disponibilizam para outros suas opiniões. Usualmente compreendidos com intermediários financeiros, o setor de análises pode ser encarado como um setor econômico onde o fator de produção básico são as informações (financeiras e outras) e o produto, a análise e interpretação desses dados.

Os analistas durante o período anterior à divulgação de resultados realizam previsões que são verificadas quando do momento da publicação dos resultados contábeis. Desta forma, na comparação entre resultado previsto (esperado) e o efetivos, materializa-se o resultado inesperado. (MARTINEZ, 2006).

Essencialmente, a relação entre o lucro e o preço das ações está presente na avaliação do valor de um ativo, considerando-se que o preço de uma ação, usualmente, são seus fluxos de caixa esperados descontados a valor presente. Percebe-se que a divulgação de resultados inesperados pode repercutir diretamente nos preços dos ativos.

Martinez (2006) cita que grande parte das pesquisas a respeito de resultados surpresas utiliza como *proxy* para os resultados esperados as previsões dos analistas. Neste contexto, resultados acima do previsto pelos analistas eram concebidos como surpresas positivas, ao passo que, para resultados abaixo do esperado, não havia concretização de tal relação, ou seja, resultados divulgados abaixo do esperado faziam com que as ações sofressem de imediato o reflexo negativo, perfazendo uma punição para aqueles ativos que divulgaram resultados abaixo da expectativa.

Kasznik & McNichols (2002) destacam que empresas que apresentam resultados em conformidade com os previstos tiveram melhor retornos em comparação a empresas semelhantes, porém que não obtiveram tal conformidade.

Martinez (2006) salienta que é necessário que a maioria da literatura registre a utilização do consenso dos analistas, e não a opção pela previsão individual, como *proxy* das previsões do mercado. Consenso é medido como a média ou mediana das expectativas de resultados dos analistas em determinado período para dada empresa.

Beaver (1981) defende a mensuração do resultado esperado pelo consenso dos analistas, destacando a simplicidade do cálculo e bom desempenho em relação a métodos mais complexos.

Martinez (2006) contrapõe um fator negativo em utilizar o consenso dos analistas como métrica tendo em vista que há uma equalização das expectativas de todos profissionais, sem ponderar com o desempenho passado. O mesmo autor conclui que, “no consenso, todos os analistas são iguais, independente de suas habilidades, competências e desempenho passado”.

Givoly e Lakonishok (1984) atentam para o fato dos momentos distintos em que os analistas elaboraram suas previsões. Assim, cada previsão sofre o reflexo das informações disponíveis naquele momento. Neste sentido, o consenso conjuga as previsões formadas em diferentes momentos e determina a média destas.

Nota-se que, apesar do ponto negativo, o consenso faz com que todos os efeitos sejam considerados nas previsões, fazendo com que não haja característica de viés em função de um determinado analista.

Este capítulo demonstrou aspectos referentes à relevância da informação contábil para o mercado de capitais, abordando-a de forma completa, citando fatores como estrutura legal, característica de mercado e previsões de analistas.

A seguir passa-se a verificar alguns estudos empíricos no Brasil que se dedicaram a verificar a informação contábil no mercado de capitais.

2.3 Estudos Empíricos no Brasil

No Brasil, os estudos sobre a relação entre a informação contábil e o retorno das ações após a divulgação daquela são limitados. Dessa forma, apresentam-se alguns estudos realizados durante os últimos 10 anos em âmbito nacional, que analisaram esse relacionamento, a fim de verificar a eficiência de mercado, bem como o conteúdo informativo da contabilidade.

Freire e Leite Filho (2012) verificaram, através de um modelo T-GARCH, se a informação contábil tem impacto na volatilidade das ações das empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustível do Brasil no período de 2006-2009. Os autores concluíram que a divulgação de informações contábeis divulgadas em datas estabelecidas pela BOVESPA não causa alteração na volatilidade das empresas estudadas, implicando em que o mercado assuma a hipótese de eficiência semi-forte para a amostra estudada.

Hungarato e Teixeira (2012) pesquisaram se há relação entre os gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e o preço das ações das empresas da BOVESPA. Tal estudo pretendeu dar continuidade aos trabalhos de Lopes (2001) e Rezende (2005) que tratam da relevância da informação contábil no Brasil. A pesquisa baseou-se no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), que se trata de uma *proxy* do modelo Residual Income Valuation (RIV) de Ohlson (1995), e na pesquisa de Chan, Martin e Kensinger (1990) em relação à classificação de intensidade tecnológica. Como amostra, utilizaram-se as empresas da BM&FBOVESPA no período entre 1996 a 2006. Inferiu-se, através de regressões múltiplas, que as despesas com P&D não são estatisticamente significativas em relação às alterações dos preços das empresas estudadas.

Lyra e Olinquevitch (2007) realizaram um estudo de evento com objetivo de identificar a ocorrência estatística de impacto nos preços das ações em decorrência da decisão de investimento no ativo imobilizado das empresas. Neste estudo, considerou-se como variável independente o ativo imobilizado; como variável dependente, o preço das ações; e como parâmetros, a data de divulgação das demonstrações e o IBOVESPA. Verificou-se que há relação entre o preço das ações e as variações no ativo imobilizado, apesar de algumas limitações.

Galdi e Lopes (2011), com base nos modelos teórico de Zhang (2000) e empírico de Zhang e Chen (2007), investigaram a relação entre informações contábeis e os retornos das ações no Brasil. Os resultados da pesquisa demonstram que há similaridade entre o mercado brasileiro e o norte-americano, uma vez que as relações descritas nos modelos são condizentes quando aplicadas no mercado nacional.

Andrade, Bressan e Iquiapaza (2013) verificaram quais são as determinantes de adesão das empresas brasileiras ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA e se esta adesão possui relação com o valor das ações.

Concluiu-se que empresas com maiores tamanhos, rentabilidade e integrantes de setores com relevante impacto ambiental possuem maior tendência de ingressar no ISE. Na análise da relação dessa adesão com o valor das ações, inferiu-se que há uma relação positiva, contudo foram identificadas características de relações negativas no período pós-crise de 2008.

Corso, Kassai e Lima (2012) objetivaram investigar a relação entre o retorno das ações e a distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio. Foi formada uma amostra de empresas que negociam ações na BOVESPA no período de 1995 a 2008. Para realizar uma análise das variáveis exploradas, foi utilizada uma técnica multivariada de análise de correspondência (Anacor) antes de analisar a regressão. Os resultados identificaram que existe relação entre o retorno das ações e a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio. Com a utilização de regressão com efeitos fixos, no método dos mínimos quadrados, em que o R-quadrado foi de 47,55% aproximado, constatou-se que as citadas distribuições de lucros apresentam relação inversa com o retorno das ações.

Pascuotte (2012) realizou uma pesquisa para identificar se as ações incluídas no ISE apresentam retornos anormais próximos ou posteriores à data do evento. Utilizou-se para as empresas que ingressaram no índice no período de 2005 a 2011, uma janela de 10 dias anteriores e 10 dias posteriores à data do evento através de modelo de mercado. Resultados demonstram que 45% da amostra apresentam retornos anormais após o anúncio do evento.

Costa Jr., Meurer e Cupertino (2007) apresentam um estudo em que buscam determinar se existe causalidade entre retornos contábeis e retornos de ações de empresas brasileiras. A amostra limitou-se a 97 empresas com ações comercializadas na BOVESPA de janeiro de 1995 a março de 2007. Os testes de causalidade, no sentido de Granger, demonstram que há evidência de que retornos contábeis causam retornos no mercado de ações.

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) publicaram um artigo para verificar o comportamento das ações diante de divulgação de prejuízos contábeis. Por meio de um estudo de eventos, foi constatado que o anúncio de prejuízos através da Demonstração de Resultados do Exercício constitui uma informação relevante, pois criou reação negativa nas ações com a queda de seus retornos na maioria das empresas analisadas nos dias seguintes ao anúncio.

Pereira e Lustosa (2011) examinaram o efeito surpresa provocado pela divulgação dos resultados contábeis sobre os preços de mercado dessas empresas, após controle das notícias referentes às empresas que foram veiculadas no período entre a data de encerramento do trimestre e a data de divulgação dos lucros trimestrais. Os autores encontram evidências de que o mercado brasileiro não reagiu às informações divulgadas, já que o movimento dos preços se dá no momento em que as notícias sobre as empresas foram publicadas na mídia antes da data da divulgação do lucro.

Analisada literatura em relação ao conteúdo informativo dos dados contábeis, passa-se a focar ao exame do *post-earnings-announcement drift*, ou seja, o comportamento do retorno das ações após a divulgação dos resultados.

2.4 O Post-Earnings-Announcement Drift

O estudo de anomalias de mercado considera que a informação contida nos relatórios contábeis para fins gerais ajuda os investidores a tomarem melhores decisões de alocação de portfólio (RICHARDSON; TUNA; WYSOCKI, 2010). Os mesmo autores destacam que um investidor pode utilizar a informação em relatórios contábeis para prever fluxos de caixa da entidade, estimando o risco desses fluxos de caixa, e, finalmente, fazer uma avaliação do valor intrínseco da empresa que será comparado aos preços de mercado. Segundo os autores, esta atividade de previsão é considerada o princípio organizador fundamental para a pesquisa sobre as anomalias.

O PEAD é um fenômeno observado em alguns mercados, que faz com que o comportamento dos retornos das ações persista na mesma direção dos resultados anormais por um período posterior à sua divulgação, identificando uma ineficiência de mercado (BERNARD, 1989).

Esta anomalia foi identificada por Ball e Brown (1968), porém sem muito destaque para o efeito. Ball (1978) verificou, em 20 estudos anteriores, evidências de que os retornos não refletem toda a informação divulgada no momento, inferindo inconsistências com a hipótese de eficiência de mercado na sua forma semi-forte. Foster, Olsen e Shelvlin (1984) dedicaram maior atenção ao PEAD, confirmando o fenômeno e inferindo que este pode oportunizar uma estratégia de negociação de ações que resulta num ganho de 25% a.a, quando admitida uma posição comprada

nas ações que sofreram o efeito da divulgação de resultados anormais positivos e uma posição vendida nas ações que sofreram um reflexo da divulgação de resultados anormais negativos.

A maior parte do movimento ocorre em um período de três meses após o anúncio dos resultados, observando-se o efeito nos três dias em torno do anúncio de resultado dos trimestres T+1, T+2, T+3 e T+4.

Em um dos estudos clássicos sobre PEAD, Bernard e Thomas (1989) inferiram que uma posição comprada em empresas com divulgação de lucro inesperado e uma posição vendida em empresas com divulgação resultados negativos inesperados teria rendido um retorno anormal estimado em cerca de 4,2% ao longo dos 60 dias posteriores ao anúncio dos resultados, ou cerca de 18% em uma base anualizada.

Peters (1991) analisou o comportamento dos retornos maiores a 20 dias e menores a 110 dias entre 1928 e 1989 para empresas do índice S&P 500 e verificou que retornos positivos tenderiam a ser seguidos por retornos positivos e o mesmo valendo para os negativos. Porém, verificou a dificuldade em prever em que períodos tal fato ocorre. Constata-se, conforme inferido pelo autor, que o movimento da anomalia é consistente, porém, no citado estudo, não se identificou o período que ocorria o movimento dos retornos das ações.

Bernard e Thomas (1989) descrevem que a maior parte do efeito do PEAD ocorre durante os primeiros 60 dias de negociação subsequentes ao anúncio dos resultados, e há poucas evidências significativas da existência do efeito além de 180 dias de negociação. Os mesmos autores comentam que aproximadamente 100% do efeito ocorrem no prazo de nove meses para as pequenas empresas e seis meses para as grandes empresas. O efeito nas grandes empresas também foi observado por Watts (1978) que encontrou um efeito significativo com duração de seis meses, em sua amostra composta principalmente de grandes empresas. Conforme já comentado, Foster, Olsen e Shelvlin (1984) esclarecem que o efeito aos anúncios ocorre em um período de três meses após o anúncio dos resultados; contudo se observa o efeito nos três dias em torno do anúncio de resultado dos trimestres T+1, T+2, T+3 e T+4.

Evidências importantes apontam que o que parece ser uma reação atrasada para lucros é mais do que um terço maior que a reação antecipada e contemporânea.

Bernard e Thomas (1989) destacam que uma das evidências mais surpreendentes é no que se refere ao movimento dos retornos das ações no quarto trimestres seguinte à divulgação de resultados anormais. Ao contrário dos retornos positivos evidenciados entre a divulgação de resultados no trimestre T e o efeito após anúncio no trimestre T+1, os autores identificaram uma relação negativa entre a divulgação do trimestre T e os retornos anormais em torno do anúncio do trimestre T+4.

Dessa maneira, os autores esclarecem que, primeiro, há uma correlação positiva entre as diferenças sazonais que é mais forte para os trimestres adjacentes, continuando a ser positiva ao longo dos três primeiros. Assim, uma mudança no lucro do trimestre T em relação ao mesmo trimestre do ano anterior tende a ser seguida por mudanças progressivamente menores de mesmo sinal nos trimestres T+1, T+2, e T+3. Segundo, há uma correlação negativa entre as diferenças sazonais que são quatro trimestres de distância. Isto é, uma porção da mudança do trimestre t é invertida no trimestre T+4.

Como alternativa, o retorno anormal durante o anúncio dos lucros no trimestre T deve ter correlações parciais positivas, mas declinantes com os lucros dos trimestres T+1, T+2 e T+3, e uma correlação negativa parcial com o lucro do período T+4 (BERNARD E THOMAS, 1989).

Bernard e Thomas (1989) supõem que o período em que ocorrerão os retornos anormais possa ser previsto, em função de anomalia que contraria a eficiência de mercado, fazendo com que ocorra uma falha que impede que as informações se incorporem aos preços de forma instantânea.

Outros estudos elaborados no mesmo período dos estudos de Bernard e Thomas são consistentes com os resultados evidenciados, tais como Kormendi e Lipe (1986), Bernard e Thomas (1990), Freeman e Tse (1989), Easton e Zmijewski (1989).

Kormendi e Lipe (1986) e Easton Zmijewski (1989) encontraram evidências consistentes que os preços das ações refletem as diferenças no comportamento de séries temporais de lucros, em termos de diferenças na resposta aos lucros atuais.

Em trabalho abordando de forma diferente o tema, levando em consideração o coeficiente de resposta aos lucros, Freeman e Tse (1989) encontraram evidências consistentes de que os preços das ações refletem, pelo menos, algumas das

implicações do lucros atuais para ganhos futuros, comportamento este já constatado por Ball e Brown (1968) em trabalho pioneiro já citado.

Outros estudos relatam que o PEAD existe em outros mercados, e não só nos Estado Unidos, conforme documentado por Liu, Strong e Xu (2000) que constataram a ocorrência do PEAD no Reino Unido, e Griffin, Kelly e Nardari (2007) concluíram que a estratégia PEAD nos mercados emergentes é semelhante à implementação da estratégia em mercados desenvolvidos.

Apresentados a anomalia PEAD, a seguir é examinado os possíveis determinantes para o referido padrão de comportamento dos retornos anormais posteriores à divulgação de resultados.

2.5 Determinantes do Post-Earnings-Announcement Drift

Bernard e Thomas (1989) destacam duas possíveis causas para o PEAD, a saber, um beta mal estimado e um atraso na precificação dos ganhos inesperados. A estimação equivocada do beta das ações está relacionada com um possível prêmio de risco não identificado na mensuração. O atraso de precificação pode está relacionado a uma possibilidade de que os custos de transação inibam uma completa e imediata resposta aos resultados divulgados. Tais custos podem ser, por exemplo, o spread do bid-ask, as comissões, os custos de negociação, e os custos de implementação e monitoramento de uma estratégia.

Um estudo anterior já argumentava que os retornos anormais diferentes de zero são devido a deficiências no modelo de precificação de ativos de dois parâmetros utilizados nos estudos para ajustar os diferenciais de risco e não as ineficiências no preço das ações (BALL, 1978).

Bernard e Thomas (1989) citam ainda a possibilidade de os preços de mercado ser influenciados por investidores que não conseguem perceber as implicações dos ganhos atuais nos lucros futuros das empresas. Ou seja, alguns investidores podem não conseguir formar uma expectativa de lucros futuros imparciais imediatamente após a divulgação do lucro atual, fazendo com que uma parte da resposta não ocorra até que as previsões dos analistas sejam revisadas ou resultados futuros sejam realizados.

Seguindo a linha da falta de percepção dos investidores em relação à influencia dos lucros atuais nos resultados futuros, Shanthikumar (2004) constatou

que os pequenos investidores são mais propensos à sub-reação para ganhos surpresas em relação aos investidores maiores, embora os investidores maiores também apresentem algum nível de reação tardio. Esta evidência sugere que os pequenos e, provavelmente, menos informados investidores incentivam o fenômeno PEAD.

Hirshleifer *et al.* (2008) apresentam resultados contrários, tendo em vista que encontraram evidências de que os retornos para a estratégia de PEAD não pode ser explicado pela atividade de negociação dos investidores individuais.

Os mesmos autores esclarecem que, se o efeito do PEAD é explicado por um ajuste incompleto para o risco, este deve existir apenas temporariamente, devendo persistir por mais tempo para as pequenas empresas do que para as grandes.

Richardson *et al.* (2010) realizaram um estudo acerca das anomalias verificadas em função da informação contábil e o mercado de capitais. Nesse estudo, o PEAD foi abordado em relação aos seus determinantes.

O movimento de atraso da reação à divulgação dos resultados pode estar vinculado a um desejo dos investidores de confirmarem que uma alteração nos resultados anteriores não é transitória. Esta explicação ancora-se no fato de o movimento do PEAD ser observado nos trimestres T+1, T+2 e T+3, ocorrendo uma reação contrária no trimestre T+4 (RICHARDSON e TUNA, 2010).

Os autores ainda salientam que esta explicação é prejudicada em função de que não importa o quanto a incerteza envolve as implicações dos ganhos já anunciados para o trimestre T, os preços em um mercado eficiente devem refletir imediatamente uma expectativa de ganhos futuros, e futuros retornos anormais não seriam correlacionadas com mudanças de lucros passados.

Richardson e Tuna (2010) discutem a influência dos custos de transação na anomalia PEAD no sentido de que um argumento de custos pode, na melhor das hipóteses, fornecer apenas uma explicação parcial. Primeiro e mais importante, mesmo que custos de transação causassem uma demora em os preços refletirem os ganhos atuais, é difícil entender por que a má avaliação iria durar meses, bem como compreender a reversão do retorno detectada após o anúncio de lucros do trimestre T + 4. Um segundo fator seria o motivo pelo qual os investidores que possuem custos de transação baixos não absorvem as informações divulgadas para refletir nos ganhos futuros. O terceiro ponto atenta para o fato de que se os custos podem impedir as negociações, evitando o reflexo de novas informações nos preços das

ações, os mesmos não podem explicar a persistência do efeito da anomalia para aqueles negócios que ocorreram.

Ainda em relação à influência dos custos de transação, Ng, Rusticus e Verdi (2008) analisaram, inicialmente, a resposta do mercado para lucro surpresa para empresas com custos de transação diferentes. Os autores encontraram evidências de que as empresas com custos mais elevados são as que oferecem os maiores retornos anormais para a estratégia de PEAD, medidos antes de custos de transação. Contudo, o aumento do retorno está associado a um aumento nos custos, e, apesar da existência de retornos anormais, os lucros estimados e os custos de transação são estatisticamente insignificantes e às vezes negativos.

Pode-se destacar outro fator como não necessariamente determinante do PEAD, mas como um atenuante, conforme se observa no estudo de Kimbrough (2005), em que o autor analisa o efeito das chamadas de conferência para divulgação dos resultados das empresas na reação dos analistas de mercado e de investidores quanto às implicações futuras dos ganhos atualmente anunciados. Nessa pesquisa, verificou-se que as divulgações por conferências oferecem menos sub-reação dos agentes de mercado em relação às informações atuais de ganhos das empresas.

Os determinantes do PEAD até aqui citados podem ser vistos como componentes da informação contábil e da falta de eficiência de mercado. Konchitchki *et al.* (2013) demonstram em seu estudo que a reação do mercado à divulgação de resultados depende tanto do conteúdo informacional do resultado, quanto da assimetria de informações entre os investidores.

Amihud e Mendelson (1991), em seu clássico artigo sobre a relação da liquidez dos ativos com as políticas de investimentos, alertam que os analistas financeiros devem considerar o impacto das mudanças nos níveis de liquidez nos valores dos ativos, bem como destaca as medidas que as empresas e as autoridades públicas podem adotar para tornar os ativos mais líquidos, permitindo, assim, uma maior eficiência de mercado e uma redução no custo de capital. Dessa forma, os autores afirmam que os investimentos com menor liquidez devem oferecer retornos mais elevados esperados para atrair investidores.

Sadka (2006) investigou o papel dos componentes do risco de liquidez sobre PEAD, para a compreensão dessa anomalia no preço dos ativos. O autor concluiu que o componente, variável do risco de liquidez, é importante para explicar parte do

PEAD. Contudo, esse artigo focou o conceito de liquidez em todo o mercado como um fator de risco, e não apenas na característica de liquidez específica da empresa.

Outro fator documentado nas pesquisas como influenciador para o efeito nas ações após a divulgação dos lucros é o tamanho das firmas. Chordia et al. (2007) descrevem em seus estudos que o PEAD é mais prevalente nas pequenas empresas.

Em trabalhos precursores nos estudos da anomalia, Foster, Olsen e Shevlin (1984), Bhushan (1994), Bernard e Thomas (1989) e Bernard e Thomas (1990) verificaram que o efeito do PEAD é inversamente proporcional ao tamanho da empresa. Seguindo a mesma linha de estudo, Garfinkel e Sokobin (2006) relatam em suas pesquisas, em conformidade com Bhushan (1994), que o efeito atrasado nos preços das ações após a divulgação de resultados está mais concentrado nas empresas de menor porte, o autor ainda destaca que os custos de transação são mais elevados para as empresas menores, o que impulsiona a sensibilidade do desvio para o tamanho da empresa.

Considerando a influência dos custos de transação na anomalia, que faz com que o efeito tenha mais intensidade nas empresas menores, Bhushan (1994), também relata que o volume de negociação está negativamente relacionado com o PEAD. Intuitivamente, verifica-se que um menor custo de transação incentiva o aumento do volume de negociação e que, geralmente, os custos de transação são mais elevados para as empresas menores; logo empresas maiores tendem a ter um maior volume, fazendo com que o PEAD tenha um efeito menor para essas empresas.

Na seção seguinte, verifica-se a análise entre os investidores institucionais e o PEAD.

2.6 Investidores Institucionais e o Post-Earnings-Announcement Drift

Uma questão que se impõe em relação aos investidores institucionais aborda a crítica fundamental que tais acionistas possuem a característica de investir orientados para o curto prazo, fazendo com que não sejam observados fatores de governança corporativa. Tal acepção baseia-se na ideia de que os investidores institucionais estão preocupados em obter retornos para honrar os compromissos, seja com seus investidores, seja com a própria remuneração. (OECD, 2011)

No cenário internacional, diversos são os estudos dedicados à avaliação do papel dos investidores institucionais diante da determinação do preço das ações, levando-se em conta diversos fatores.

Potter (1992) realizou um estudo para avaliar a relação entre o nível de concentração de investidores institucionais e a magnitude da variabilidade de preços das ações na data de anúncio dos resultados contábeis. O autor destaca que pesquisas anteriores constataram uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a informatividade dos resultados anunciados. Com base nisso, Potter defende que uma explicação para o fenômeno seria que as grandes empresas, por possuírem uma maior concentração de investidores institucionais, tinham seus resultados antecipados por tais investidores, considerando que estes dedicam recursos substanciais na busca de informações. Desta forma, a ligação entre tamanho e produção de informações pode ser atribuída à influência de investidores institucionais sobre o processo de produção de informações.

Ke e Ramalingegowda (2005) pesquisaram as transações de investidores institucionais transitórios após anúncio de lucros, *post-earnings announcement drift*. Constatou-se que os investidores institucionais transitórios geram um retorno anormal nessa exploração. Além disso, os autores destacam que a arbitragem desses investidores acelera a velocidade com que os preços refletem as propriedades dos lucros correntes. Em seus estudos, os autores procuram evidenciar a influência destes investidores sobre os retornos dos períodos subsequentes à divulgação de resultados, tratado como *post-earnings announcement drift* (PEAD), considerada uma das anomalias mais robustas na literatura de precificação de ativos, que se refere à persistência de retornos anormais na mesma direção dos resultados divulgados pelas firmas. Foi constatado que os investidores institucionais transitórios exploram o PEAD, obtendo retornos anormais de 22% a.a.

Recentemente, Berkman e McKenzie (2012) desenvolveram um estudo para investigar o comportamento de investidores institucionais acerca de divulgação de resultados. As evidências sugerem que tais investidores antecipem com sucesso a divulgação de resultados positivos.

Baker, Litov, Wachter e Wurgler (2009) analisaram as ações negociadas por fundos de investimentos americanos em torno de anúncios de resultados, constatando-se que há um maior movimento de compra do que venda em volta do

período de anúncio de resultados. Os autores ainda destacam que os fundos tiveram capacidade de antecipar resultados inesperados.

Bartov *at al.* (2000) investigaram os padrões nos retornos das ações em mãos de investidores sofisticados após divulgação de resultados trimestrais. Para representação desses investidores, foi utilizada a fração de participação de investidores qualificados. Evidências indicam que há uma relação negativa entre os retornos anormais após a divulgação de resultados e a participação de investidores institucionais. Ainda nessa pesquisa, constatou-se que variáveis tradicionalmente utilizadas não oferecem capacidade explicativa para os retornos anormais, tais como o volume de negociação e tamanho da empresa.

Bushee and Goodman (2007) centralizaram seu estudo em verificar novas evidências em relação às fontes de informações dos investidores institucionais. No estudo, os autores admitem três diferentes formas de obtenção de informações por tais investidores: 1) informações pessoais baseadas em teste para negociações; 2) estabelecimento de *proxies* de informações privadas que reflitam fatores da carteira de investimento; 3) adoção de metodologia de análise de características dos investidores de forma simultânea.

Os autores destacam que deve haver uma relação positiva entre as empresas negociadas por investidores institucionais e as notícias futuras positivas dessas empresas, verificando tais resultados nos modelos de regressão.

Bushee (1998) iniciou uma averiguação em relação à influência dos investidores institucionais no comportamento dos gestores na aplicação dos recursos. Seu artigo procurou analisar se os investidores institucionais incentivavam ou inibiam os gestores em realizar despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D). São apresentadas duas linhas de trabalho, a primeira defendendo que investidores institucionais com negociações frequentes e foco no curto prazo incentivam os gestores a terem comportamento de investimento míope, ao passo que instituições com composição societária mais sofisticada não contribuíam com tal comportamento. Seguindo a dualidade, o autor verificou que os gestores possuem menor propensão a cortar gastos com P&D para atender aos objetivos de investimentos míopes quanto maior for a participação de investidores institucionais.

Em um estudo pertinente ao anterior, Ke, Ramalingegowda e Yu (2006) verificaram se investidores institucionais de longo prazo possuem um incentivo maior de obter informação privadas das empresas em relação aos investidores

institucionais de curto prazo. Os autores defendem a pesquisa, destacando que os investidores institucionais possuem uma capacidade de afetar a eficiência informacional dos mercados.

A assimetria informacional entre investidores institucionais tem sido alvo de investigação também, levando em consideração as vantagens informacionais dos investidores institucionais em função de suas proximidades geográficas dos mercados financeiros. (BAIK, KANG, & KIM, 2010)

Apresentou-se alguns estudos que relacionaram os investidores institucionais com o comportamento do retorno das ações após a divulgação dos resultados. Verificou-se que, em geral, tais investidores tendem a contribuir de forma positiva para uma maior eficiência de mercado, haja vista suas atividades em relação à aplicação de recursos financeiros mais elevados.

A seguir, inicia-se a descrição da metodologia deste trabalho.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e Forma de Coleta de Dados

Neste estudo, a amostra contempla as empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2013, que faziam parte do Índice Brasil Amplo (IBRA) no dia 03/10/2014. Entende-se o citado período como adequado pelas seguintes características: compreende períodos recentes, contempla um significativo número de observações e considera o período após 2004 em que houve uma consistente quantidade de empresas que abriram seu capital na BM&FBOVESPA. O índice escolhido para determinar as empresas, IBRA, justifica-se em função de que oferece uma visão ampla do mercado acionário. No Anexo 01, consta a apresentação e critérios detalhados do índice, extraídos do site da BM&FBOVESPA

Das citadas empresas, foram excluídas empresas que apresentaram as seguintes características:

- a) empresas que não possuíam as informações nas bases de dados consultadas necessárias para a pesquisa;
- b) empresas com mais de um tipo de ação, em que foi escolhido a de maior volume de negociação;
- c) empresa com divergências entre o período de apuração e a data de divulgação dos resultados;
- d) não foram considerados os trimestres em que não foi possível identificar a data de apresentação das demonstrações que foram reapresentadas; e
- e) empresas que tiveram 20 dias ou mais sem cotação.

Após os referidos ajustes, restaram 114 empresas das 138 iniciais, coletadas através do IBRA, na já mencionada data. No Apêndice 01, constam as empresas pesquisa.

Tendo em vista o escopo do presente trabalho, entende-se necessários para esta pesquisa quatro conjuntos de informações referentes às empresas:

- a) econômico-financeiras;
- b) data de divulgação das demonstrações contábeis;
- c) percentual de participação acionária dos investidores institucionais.

Na base de dados Economática®, foram coletados os dados referentes às variáveis contábeis do modelo econométrico, que compõem as informações econômico-financeiras.

A data de divulgação das demonstrações contábeis foi obtida através do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Considerou-se a data do próximo dia útil, quando as demonstrações foram apresentadas à CVM após o fechamento do pregão da Bolsa de Valores. Em contato telefônico com a CVM, confirmou-se que a data e hora de apresentação das demonstrações é o momento em que ficam disponíveis ao público tais informações.

O percentual de participação de investidores institucionais foi coletado através da base de dados Capital IQ da Standard&Poors.

Abaixo, apresenta-se o Quadro 01 resumo, referente à amostra e coleta de dados.

Quadro 1 – Amostra e forma de coleta de dados

Amostra	Dados	Coleta
Empresas listadas no IBRA da BM&FBOVESPA no período de 2004 a 2013.	Informações econômico-financeiras.	Base de dados Economática®
	Data de divulgação das demonstrações contábeis.	Site da CVM.
	Percentual de participação acionária de investidores institucionais.	Capital IQ da Standard&Poors.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2 Definição das Variáveis

Apresentam-se as variáveis utilizadas no modelo econométrico da pesquisa, conforme quadro resumo abaixo.

Quadro 2 – Resumo das variáveis e expectativa de sinal dos coeficientes

Variável	Significado	Descrição	Expectativa de sinal dos coeficientes
RA	Retorno Anormal	$RA_{i,t} = R_{i,t} - (E)R_{i,t}$	-
RAA	Retorno Anormal Acumulado	$RAA_{i,t} = \sum RA_{i,t}$	-
SUE	Lucros inesperados padronizados	SUE = (lucro líquido – lucro líquido do ano anterior)/desvio padrão do lucro líquido	Positivo
PII	Participação de investidores institucionais	PII = Percentual de participação no último trimestre de cada ano.	Negativo
TAM	Tamanho da empresa	TAM = ln(Ativo Total do último trimestre de cada ano)	Negativo
ANALIS	Número de analistas que seguem a empresa	ANALIS = número de analistas do último trimestre de cada ano	Negativo
LIQ	Liquidez da empresa	LIQ = índice de liquidez em bolsa	Negativo
Beta	Risco da empresa	$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \varepsilon_i$	Positivo

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2.1 Variável Dependente

3.2.1.1 Retorno Anormal Acumulado da Empresa i no período t (RAAi,t)

Apesar de diversos estudos acerca do PEAD utilizarem o retorno anormal como variável dependente, optou-se por utilizar o retorno anormal acumulado em função de ser corriqueiro em estudos que relacionam a informação contábil com o retorno das ações, tais como os clássicos Foster (1977) e Beaver, Clark e Wright (1979), e outros como Easton e Zmijewski (1989), Cheon, Christensen e Bamber

(2001), bem como um estudo recente no mercado brasileiro de Pereira e Lustosa (2011).

De acordo com Easton e Zmijewski (1989), o retorno anormal acumulado contempla a relação entre a variação dos preços das ações e a variação de lucros divulgados não esperados.

Foster, Olsen e Shevlin (1984), em seu clássico estudo acerca das anomalias, utilizaram o *cumulative abnormal return (CAR)* para verificar a influência do lucro sobre o preço das ações.

Bernard e Thomas (1989) citam que análises indicam não haver diferenças extremas, e os retornos anormais e os acumulados passam a ser semelhantes. Contudo, os autores alertam que os retornos anormais acumulados podem assumir implicitamente um reequilíbrio, e levar a um viés de alta durante ao longo do período.

Os retornos anormais foram acumulados trimestralmente, nos quais as empresas publicaram suas demonstrações, conforme segue:

$$RAA_{i,t} = \sum RA_{i,t}$$

Onde:

$\sum RA_{i,t}$: Somatório do retorno anormal da empresa i no período t .

Seguindo metodologia utilizada por Ball e Brown (1968), o retorno anormal é obtido através da subtração do retorno efetivo pelo retorno esperado da empresa i no período t .

Os retornos anormais foram calculados trimestralmente, na data de divulgação das demonstrações contábeis.

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - (E)R_{i,t}$$

Onde:

$R_{i,t}$: retorno efetivo da empresa i no período t ,

$(E)R_{i,t}$: retorno esperado da empresa i no período t .

Segundo Camargos e Barbosa (2003), por meio de ajustes algébricos, o cálculo dos retornos efetivos se dá pela forma logarítmica, conforme abaixo:

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

Onde:

$P_{i,t}$: preço da ação da empresa i no período t ;

$P_{i,t-1}$: preço da ação da empresa i no período t .

Para os períodos inferiores a 20 dias sem cotação da empresa, foi utilizado o método de repetição da última cotação (RUC).

Brown e Warner (1980) descrevem três modelos estatísticos para a mensuração de retornos estimados: modelo de retornos ajustados à média; modelo de retornos ajustados ao mercado; e modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado.

Neste estudo, será adotado o modelo de retorno ajustado ao mercado, tendo em vista o mesmo utilizado nos estudo de Ball e Brown (1968). Sendo assim, a expectativa dos retornos é obtida através de regressão entre o retorno observado da empresa i no período t , como variável dependente, e o retorno observado do mercado no período t , como variável independente, tal como representado abaixo.

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \varepsilon_i$$

Onde:

$R_{m,t}$: retorno do mercado no período t ;

α_0, β_1 : coeficientes da regressão para cálculo dos retornos estimados;

ε_i : erro estimado entre o retorno estimado e o retorno efetivo.

Considerando que se pretende identificar os retornos estimados, $E(R_{i,t})$, adequa-se a equação para:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_0 + \beta_1 R_{m,t}$$

Onde:

$R_{m,t}$: retorno do mercado no período t ;

α_0, β_1 : coeficientes da regressão para caçulo dos retornos estimados.

O retorno do mercado, $R_{m,t}$, é representado pelo Índice Bovespa (IBOVESPA) da BM&FBOVESPA S.A Bolsa Valores Merc. Fut, que representa uma percepção ampla do mercado acionário, mensurando o desempenho das ações de determinadas empresas listadas na BM&FBOVESPA que atendem os critérios de inclusão.

O $R_{m,t}$ é dado conforme abaixo:

$$R_{m,t} = \ln\left(\frac{IBOVEPA_t}{IBOVESPA_{t-1}}\right)$$

Onde:

IBOVESPA_t: IBOVESPA no período t ,

IBOVESPA_{t-1}: IBOVESPA no período $t-1$.

Para cálculo do retorno esperado, foi estabelecida uma janela de estimação de 180 (cento e oitenta) dias antes da data de divulgação dos resultados contábeis, sendo que se estipulou um período de 10 (dez) dias entre a janela de estimação e a data da referida divulgação, haja vista eliminar a possibilidade de o retorno normal estar influenciado por informações próximas ao evento.

3.2.2 Variáveis Independentes

Conforme demonstrado no quadro 02, o sinal positivo esperado para o coeficiente da variável SUE justifica-se em função dos estudos já realizados, que constataram tal sinal para essa variável, tais como Bernard e Thomas (1989), Bartov et al. (2000) e Ng et al. (2008), indicando que os retornos anormais observados após a divulgação dos resultados seguem o mesmo sentido dos lucros surpresas.

Para a variável PII, espera-se um sinal negativo no coeficiente, haja vista a tendência dos investidores institucionais amenizarem a ineficiência de mercado, tal como foi verificado no estudo de Potter (1992) e Bartov *et al.* (2000).

O coeficiente negativo para a variável tamanho é fundamentado baseados nos estudos de Ng *et al.* (2008), que inferiram que empresas maiores possuem menores custos de transação, diminuindo o efeito PEAD, bem como no estudo de

Chordia *et al.* (2007), que constataram que a anomalia é mais presente nas pequenas empresas.

Na variável ANALIS, espera-se um sinal negativo para seu coeficiente, devido à característica dos analistas de antecipar as informações divulgadas pelas empresas, conforme descreve Martinez (2006) e Watts e Zimmerman (1986).

A expectativa de sinal positivo para o coeficiente da variável LIQ se dá pelos estudos de Ng *et al.* (2008) que relacionam uma maior liquidez para empresas com menores custos de transação, que faz atenuar o PEAD.

Espera-se que o coeficiente da variável *Beta* seja positivo em função de empresas com maior risco provocarem um comportamento tardio no mercado, tal como citado por Richardson e Tuna (2010) que destacam que o PEAD pode estar vinculado a um desejo dos investidores de confirmarem que uma alteração nos resultados anteriores não é transitória.

A seguir apresenta-se a descrição das variáveis independentes da pesquisa.

3.2.2.1 Standardized unexpected earnings da empresa *i* no período *t* (SUE_{*i,t*})

A literatura, de acordo com Foster, Olsen e Shevlin (1984), Bernard e Thomas (1989:1990), utiliza como *proxy* para os lucros anormais o SUE, *standardized unexpected earnings*, que consiste na diferença entre o lucro do ano mais recente e o lucro do ano anterior padronizado pelo desvio padrão dos oito trimestres anteriores ao ano mais recente, como segue abaixo:

$$SUE = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1})}{\sigma_{i,t}}$$

Onde:

$E_{i,t}$: Lucro da empresa *i* no período *t*;

$E_{i,t-1}$: Lucro da empresa *i* no período *t-1*

$\sigma_{i,t}$: Desvio padrão do lucro da empresa *i*.

3.2.2.2 Participação Acionária de Investidores Institucionais da empresa *i* no período *t* (PII_{*i,t*})

A variável independente explanatória objeto deste estudo é a Participação de Investidores Institucionais (PII). Esta variável baseia-se nos estudo de Potter (1992),

Bartov et al. (2000) e Ke e Ramalingegowda (2005), que utilizaram o percentual de participação acionária como métrica para representar os investidores institucionais. O PII foi obtido por meio da seguinte prescrição:

$PII_{i,t}$ = percentual de participação de investidores institucionais sobre o total de ações da empresa i no período t .

3.2.3 Variáveis de Controle

3.2.3.1 Tamanho da Empresa i no período t ($TAM_{i,t}$)

O logaritmo do ativo total da empresa i no período t é a proxy para representar o tamanho da empresa. Esta variável, utilizada nos estudos de Potter (1992), Bartov *et al.* (2000), tende a isolar o efeito do tamanho da empresa sobre a influência dos investidores institucionais. O $TAM_{i,t}$ é obtido conforme modelo abaixo:

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t})$$

Onde:

$\ln(AT_{i,t})$: logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t .

3.2.3.2 Número de Analistas que seguem a empresa i no período t ($ANALIS_{i,t}$)

O número de analistas que acompanha a empresa ($ANALIS_{i,t}$) é uma variável de controle sugerida por Potter (1992), tendo em vista isolar a influência de empresas mais ou menos analisadas. ANALIS é obtida através da descrição abaixo:

$ANALIS_{i,t}$ = Número de analista que seguem a empresa i no período t .

3.2.3.3 Liquidez da empresa i no período t ($LIQ_{i,t}$)

A liquidez da empresa i no período t é representada pelo índice de liquidez em bolsa da ação da empresa. Utilizando-se como uma variável de controle para isolar a influência da frequência de negócios da empresa.

$LIQ_{i,t}$ = índice de liquidez em bolsa da empresa i no período t .

3.2.3.4 Beta da empresa i no período t ($Beta_{i,t}$)

A exemplo dos estudos de Bernard e Thomas (1989), Cheon, Christensen e Bamber (2001) e Ng, Rusticus e Verdi (2008), o risco da empresa tem como *Proxy* o beta, obtido através do coeficiente β da seguinte equação.

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 r_{m,t} + \varepsilon_i$$

Onde:

$R_{i,t}$: retorno da empresa i no período t ,

$R_{m,t}$: retorno do mercado no período t ,

α_0 : coeficiente da regressão;

β_1 : coeficiente da regressão;

ε_i : erro estimado entre o retorno estimado e o retorno efetivo.

3.2 Modelos Econométricos

Para este estudo, adotou-se a metodologia de dados em painel que, conforme Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) define-se como as observações de n entidades para dois ou mais períodos de tempo. Sendo assim, converge características de séries temporais com dados em corte transversal, possibilitando sua ampla utilização em estudos nas ciências sociais aplicadas.

O modelo de dados em painel controla a heterogeneidade das entidades da amostra, oferecendo vantagens à análise de informações em corte transversa em conjunto com séries temporais. (HSIAO, 1986)

Para fins de controle dos efeitos das variáveis comuns a todas as empresas da amostra que permanecem constantes ao longo do tempo, porém que foram omitidas por ser de difícil mensuração, utilizou-se o modelo de dados em painel com efeito variável. Este modelo é apropriado para amostras aleatórias de uma população maior de entidades. (DUARTE, LAMOUNIER, & TAKAMATSU, 2007)

Abaixo, estão descritos os modelos econométricos deste estudo, com base nos trabalhos de Foster, Olsen e Shevlin (1984), Cheon, Christensen e Bamber

(2001) e Bartov, Radhakrishnan e Krinsky (2000). Os modelos visam a demonstrar a relação entre o SUE divulgado em cada trimestre em que as empresas da amostra divulgaram seus demonstrativos financeiros durante os anos de 2004 a 2013 e os RAA's dos trimestres subsequentes a essas divulgações. Considerando as variáveis citadas baseadas na literatura, bem como o escopo deste estudo, foram elaborados quatro modelos econométricos, conforme segue abaixo:

Modelo 01

$$RAA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 SUE_{i,t} + \beta_2 PII_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ANALIS_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 Beta + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 02

$$RAA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 SUE_{i,t} * PII_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ANALIS_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 Beta + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 03

$$RAA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 SUE_{i,t} + \beta_2 PII_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 Beta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 04

$$RAA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 SUE_{i,t} * PII_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 Beta_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

O modelo 01 reúne todas as variáveis da pesquisa para estimação dos respectivos coeficientes. No modelo 02, inclui-se a interação entre a variável SUE com a variável PII, para verificar a influência desta, a exemplo dos estudos já citados. O modelo 03 utiliza apenas as variáveis que apresentaram relevância estatística, bem como o modelo 04, porém considerando a interação entre as variáveis SUE e PII.

3.3 Limitação do Estudo

Além das delimitações do tema já citadas, referentes ao período, ambiente e dados utilizado neste estudo, cabe citar outros fatores que caracterizam limitações em relação à pesquisa.

As formas de mensuração das variáveis dos modelos econométricos estão baseadas em estudos anteriores, porém, em determinados momentos, adequados de forma subjetiva pelo pesquisador, para atender o escopo do estudo.

Outra possível limitação refere-se à data definida como a de divulgação das demonstrações contábeis, para fins de cálculo do retorno anormal das empresas.

Por vezes, a data não estava disponível no site da CVM, principalmente em relação à efetiva data de apresentação original das demonstrações, quando só constava a data de reapresentação.

O escopo deste estudo restringe-se a mensurar a relação e magnitude entre o lucro surpresa, através do SUE, com o retorno anormal acumulado das empresas posterior aos anúncios contábeis, e analisar o comportamento da variável participação acionária do investidor institucional na interação com as demais variáveis de controle.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seguir inicia-se a análise dos resultados auferidos na pesquisa. Para tanto, este capítulo está dividido em cinco partes. Na primeira parte, realiza-se a análise das estatísticas descritivas das variáveis. A segunda parte é reservada à análise da correlação entre as variáveis. A terceira parte analisa dois testes estatísticos: teste de hipótese de média igual a zero dos retornos anormais acumulados e teste de modelo de efeito fixo de dados em painel. Na quarta parte da análise dos resultados, verificam-se os resultados das regressões para os quatro modelos propostos na metodologia deste trabalho. Ainda neste ponto, realiza-se a análise para a regressão com os dados ajustados para *outliers*.

Na quinta parte, realiza-se a análise da hipótese deste trabalho em função dos resultados obtidos nas regressões.

4.1 Análise Descritiva

A tabela abaixo apresenta a estatística descritiva com a média, o desvio padrão, o valor máximo e o valor mínimo das variáveis utilizadas nas regressões deste trabalho. Destaca-se, desde logo, que cada variável obteve um pouco menos de 2.600 observações:

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis

	RAA	SUE	PII	ANALIS	BETA	LIQ	TAM
Média	-0.005886	0.069107	0.289870	2.283179	0.705046	0.834292	15.97861
Desvio Padrão	0.111057	1.441302	0.189708	2.072606	0.360274	1.545345	1.759876
Máximo	0.278566	3.797353	0.963800	12.00000	1.990219	15.17000	20.95379
Mínimo	-0.546607	-3.791115	0.000000	0.000000	-0.262764	0.010000	12.30143
Observações	2592	2592	2546	2592	2592	2591	2592

Fonte: Elaborado pelo autor.

O retorno anormal acumulado apresentou uma média de -0,0058 com desvio padrão de 0,111. O elevado desvio padrão em relação à média pode ser justificado pela elevada diferença entre valores positivos e negativos apurados nos retornos das empresas. O RAA máximo foi da empresa JBS S.A. no valor de 0,278, e o menor retorno anormal acumulado foi de -0,546 obtido pela empresa AES Tiete S.A.

Em relação à variável SUE, obteve-se uma média de 0,069 e desvio padrão de 1,441. A exemplo do RAA, o elevado desvio padrão do SUE também se dá pela

grande variação entre valores negativos e positivos observados nas empresas da amostra. O valor máximo para o SUE foi de 3,979 incorrido para a empresa Cia. Siderúrgica Nacional, e o valor mínimo foi obtido pela empresa Eneva S.A.

A *proxy* para a participação acionária dos investidores institucionais, PII, teve a média de 0,289 com desvio padrão de 0,189. A empresa com maior participação de investidor institucional foi a Aliansce Shopping Centers S.A. no terceiro trimestre do ano de 2013, e as empresas AES Tiete S.A., Cia Hering e Tupy S.A. apresentaram o menor nível de PII durante alguns trimestres do período estudado.

A variável ANALIS, que representa o número de analista que seguem as empresas, teve média de 2,283 e desvio padrão de 2,072. A empresa que apresentou o maior número foi a Cielo S.A. com 12 analistas no quarto trimestre do exercício de 2011 e no terceiro trimestre do ano de 2013. Diversas outras empresas no decorrer dos trimestres apresentaram o menor número de analistas, que foi zero.

O *Beta* obteve como média o valor de 0,705 com desvio padrão de 0,36. O valor máximo foi de 1,99 para a empresa Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. – USIMINAS, ocorrido no segundo trimestre do ano de 2013, ao passo que a empresa que se observou o menor *beta* foi a Cia Hering com um valor de -0,262 ocorrido no terceiro trimestre do exercício de 2005.

Para a liquidez em bolsa, variável LIQ, verificou-se uma média de 0,834, e um desvio padrão de 1,54. Na empresa Petroleo Brasileiro S.A. PETROBRAS, observou-se o maior índice de liquidez de 15,17, e o menor índice, no valor de 0,01, foi apresentado por diversas empresas durante o período.

A *proxy* para o tamanho da empresa, TAM, apresentou valor médio de 15,878 com desvio padrão de 1,759. O maior valor para essa variável, 20,953 ocorreu para empresa Bco. Brasil S.A, bem como o menor valor, de 12,301, foi verificado na empresa Saraiva S.A. Livreiros Editores.

4.2 Análise da Correlação entre as Variáveis

A tabela a seguir demonstra a correlação entre as variáveis, a fim de verificar a intensidade com que cada uma interage com as demais.

Tabela 2 – Correlação das Variáveis

	1	2	3	4	5	6	7
1 RAA	1.000000						
2 SUE	-0.036433	1.000000					
3 PII	-0.107275	0.003781	1.000000				
4 ANALIS	0.048071	-0.000859	0.205583	1.000000			
5 BETA	0.165324	-0.015563	0.024762	0.168061	1.000000		
6 LIQ	0.147886	0.003328	0.089641	0.159289	0.382180	1.000000	
7 TAM	0.144860	0.007779	-0.101861	0.308709	0.415629	0.528783	1.000000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme a tabela acima, observa-se que as variáveis não apresentam alto grau de correlação, o que indica ausência de problemas com colinearidade e multicolinearidade.

A variável independente RAA apresentou correlação positiva com as demais variáveis, à exceção das variáveis SUE e PII, que são as variáveis explicativas, objeto de escopo deste estudo.

Além do RAA, o SUE apresentou correlação negativa com a variável ANALIS e Beta, e positiva com as demais.

O PII apresentou correlação negativa com a variável RAA, já citado, bem como com a variável TAM, e positiva com as demais.

4.3 Teste de Média e Teste de Modelo de Efeito Fixo

O quadro abaixo apresenta os resultados para o teste de hipótese para verificar se o RAA possui média diferente de zero.

Tabela 3 – Teste de Hipótese para a Variável RAA

Teste de hipótese: Média = 0.000000		
Método	Valor	Probabilidade
Estatística <i>t</i>	-2.698185	0.0070

Fonte: Elaborado pelo autor.

A realização desse teste tem a intenção de verificar se houve, estatisticamente, a ocorrência de retorno anormal. Dessa maneira, testou-se se a média dos retornos anormais acumulados possuía média igual a zero. Conforme a tabela, o teste assume a hipótese nula de que a média do RAA é igual a zero. De acordo com os resultados, a 1% de significância estatística rejeita-se a hipótese nula, sinalizando que os retornos anormais acumulados não possuem média igual a zero. Isso representa a existência de retornos anormais ao longo do período da

pesquisa, permitindo que as demais inferências sobre as variáveis explicativas tenham coerência na análise destas em relação à influência no RAA.

O modelo de efeitos variáveis possui a suposição de que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, porém, ao contrário do modelo de efeitos fixos, não varia ao longo do tempo. Para verificar qual modelo utilizar, pode-se utilizar o teste de Hausman, que formula as seguintes hipóteses:

H_0 : α_i não é correlacionado com as variáveis explicativas

H_1 : α_i é correlacionado com as variáveis explicativas

Caso seja aceita a hipótese nula do teste, deve ser utilizado o modelo de efeitos aleatórios, contudo, se H_0 for refeitada, utiliza-se o modelo de efeitos fixos. (DUARTE, LAMOUNIER, & TAKAMATSU, 2007).

Abaixo, demonstra-se o resultado do teste de Hausman.

Tabela 4 – Teste de Hausman

Resumo do Teste	Prob.
Período aleatório	0.2021

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme se observa no quadro, aceita-se a hipótese nula a um nível de significância estatística de até 10% de que o intercepto não está correlacionado com as variáveis explicativas, orientando que se utilize o modelo de efeitos aleatórios.

4.4 Análise das regressões

A seguir, passa-se a analisar os resultados obtidos por meio das regressões que foram geradas de acordo com os modelos já descritos anteriormente. Salienta-se, neste ponto, que o objetivo do presente trabalho é verificar a relação entre os investidores institucionais com os padrões de comportamento do retorno anormal acumulado após a divulgação de resultados inesperados. Como já referido na literatura apresentada, a relação entre os retornos anormais em $t+1$ e os resultados surpresas em t , é tratada como uma anomalia de mercado conhecida como *Post-Earnings-Announcement Drift*, o que contraria a hipótese de um mercado eficiente. Assim, a intenção é de analisar a influência do PII sobre o PEAD. Dessa maneira, faz-se necessário verificar a existência da relação significativa entre os resultados divulgados e os retornos das ações após esta divulgação, o que caracteriza a ocorrência da anomalia.

Conforme demonstrado, comprovou-se a existência de retornos anormais ao longo do período estudado, o que também contraria a hipótese de mercado eficiente, haja vista a rejeição da hipótese nula de que a média dos retornos anormais acumulados é igual a zero. Dessa maneira, os resultados a ser analisados a seguir revelam a relação que cada variável possui em relação ao RAA, destacando-se a interação entre o SUE e o PII.

Passa-se a analisar os resultados auferidos na regressão do Modelo 01, composto das variáveis demonstradas anteriormente.

Tabela 5 – Resultados da regressão com Modelo 01

Variável dependente: RAA				
Variáveis	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística T	Prob.
SUE	-0.002681	0.001501	-1.786321	0.0742
PII	-0.072157	0.012031	-5.997456	0.0000
ANALIS	0.001676	0.001138	1.473107	0.1408
BETA	0.035930	0.006790	5.291296	0.0000
LIQ	0.006986	0.001699	4.111746	0.0000
TAM	0.001489	0.001604	0.928074	0.3535
C	-0.043265	0.024608	-1.758180	0.0788
R – quadrado ajustado				0.043308
Prob(Estatística F)				0.000000

Fonte: Elaborado pelo autor.

No modelo econométrico 01, em que se utilizaram todas as variáveis explicativas do estudo para o retorno anormal acumulado como variável dependente, observa-se que a maioria dos coeficientes apresentou significância estatística. Assim, à exceção das variáveis ANALIS e TAM, rejeita-se a hipótese nula de que as variáveis SUE, PII, Beta e LIQ são iguais a zero a 1%, 5% ou 10%.

A variável SUE apresenta-se com coeficiente de -0,002681 e um p-valor de 0,0742, indicando que a divulgação de lucro surpresa no período t possui uma relação negativa com os retornos anormais acumulados no período t+1. Destaca-se que o SUE obteve o menor coeficiente entre as variáveis que apresentaram relevância estatística.

A variável PII apresentou um coeficiente de -0,072157 com um p-valor de 0,000, revelando que a participação acionária dos investidores institucionais está negativamente relacionada com o comportamento dos retornos anormais acumulados após a divulgação de resultados inesperados. Saliencia-se que o coeficiente foi o maior em relação às demais variáveis que tiveram significância.

O beta, variável que representa a sensibilidade da empresa em relação ao mercado, obteve um coeficiente positivo de 0,035. Dessa forma, verifica-se que quanto maior a sensibilidade da empresa em relação às variações do mercado, maior será o retorno anormal acumulado após a divulgação de resultados.

O coeficiente da variável LIQ, *proxy* para a liquidez das empresas, foi de 0,006, informando uma relação positiva com o comportamento dos RAA após a divulgação de resultados.

Em relação à capacidade explicativa, o modelo apresenta baixa capacidade preditiva, tendo em vista que o R-quadrado ajustado do modelo foi de 0,0433. Contudo, conforme já exposto, o foco do estudo é a análise das relações com significância estatística entre as variáveis independentes com o retorno anormal acumulado.

O F-statistic apresentou p-valor de 0,00, permitindo rejeitar a hipótese nula de que todas as variáveis são iguais a zero.

Abaixo, são demonstrados os resultados da regressão formada pelo Modelo 02.

Tabela 6 – Resultados da regressão com o Modelo 02

Variável dependente: RAA				
Variáveis	Coefficient e	Desvio Padrão	Estatística t	Prob.
SUE*PII	-0.007435	0.004273	-1.739985	0.0820
ANALIS	-9.97E-07	0.001108	-0.000900	0.9993
BETA	0.034686	0.006834	5.075775	0.0000
LIQ	0.005315	0.001686	3.151555	0.0016
TAM	0.003765	0.001567	2.402920	0.0163
C	-0.094457	0.023196	-4.072060	0.0000
R – quadrado ajustado	0.030586			
Prob(Estatística F)	0.000000			

Fonte: Elaborado pelo autor

Nesse modelo foi incluída a variável de interação entre SUE e PII, na intenção de verificar a influência da participação acionária do investidor institucional na relação entre a divulgação de resultados surpresas e o comportamento dos resultados anormais acumulados após esta divulgação.

O modelo apresentou coeficiente diferente de zero para todas as variáveis a 1%, 5% e 10% de significância, à exceção da variável ANALIS, que representa o número de analistas que segue a empresa.

A variável de interação apresentou uma relação negativa com os retornos anormais acumulados com um coeficiente de -0,07435 com p-valor de 0,0820, significativa a 10%. Nota-se que, em comparação com o coeficiente do SUE no Modelo 01, que foi de -0.002681, houve uma relevante alteração na magnitude do coeficiente, revelando que a participação acionária dos investidores institucionais contribui de maneira negativa na relação entre o PII e o RAA.

As variáveis Beta e LIQ permaneceram com resultados semelhantes aos obtidos no Modelo 01.

A variável TAM, que obteve um coeficiente de 0.003765 e p-valor de 0,0163, ao contrário do resultado obtido na regressão do Modelo 01, em que não revelou significância, apresentou uma relação positiva com os retornos anormais acumulados após a divulgação dos resultados.

O R-quadrado ajustado reduziu em comparação com o modelo que não considerava a interação entre as variáveis SUE e PII. A estatística F apresentou um p-valor de 0.000000, revelando que as variáveis em conjuntos são diferentes de zero.

A tabela a seguir apresenta os resultados para a regressão do Modelo 03, em que se utiliza apenas as variáveis que apresentaram significância estatística a 1%, 5% e 10% nos resultados da regressão pelo Modelo 01.

Tabela 7 – Resultados da regressão com o Modelo 03

Variável dependente: RAA				
Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística t	Prob.
SUE	-0.002661	0.001501	-1.773172	0.0763
PII	-0.070652	0.011448	-6.171574	0.0000
BETA	0.038974	0.006524	5.973543	0.0000
LIQ	0.007944	0.001510	5.261356	0.0000
C	-0.018956	0.005812	-3.261345	0.0011
R – quadrado ajustado				0.043056
Prob(estatística F)				0.000000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme se observa na tabela, para todas as variáveis é possível rejeitar a hipótese nula de que os coeficientes são iguais a zero.

O Modelo 03 apresentou resultados muito semelhantes ao Modelo 01, mesmo retirando-se as variáveis ANALIS e TAM, as quais não apresentaram relevância no modelo anterior.

A tabela a seguir apresenta os resultados da regressão para o Modelo 04, em que se utiliza as variáveis do Modelo 03, porém com inclusão da interação entre o SUE e PII, com a intenção de verificar se há alguma mudança no sinal e na magnitude do coeficiente em relação à variável SUE.

Tabela 8 – Resultados da regressão com o Modelo 04

Variável dependente: RAA				
Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística t	Prob.
SUE*PII	-0.007435	0.004271	-1.740893	0.0818
BETA	0.034686	0.006824	5.082720	0.0000
TAM	0.003765	0.001518	2.479920	0.0132
LIQ	0.005315	0.001686	3.152527	0.0016
C	-0.094453	0.022872	-4.129587	0.0000
R – quadrado ajustado				0.028162
Prob(Estatística F)				0.000000

Fonte: Elaborado pelo autor.

O coeficiente da interação entre SUE e PII altera-se em relação à sua magnitude em comparação com o Modelo 03, efeito semelhante ao que ocorre entre os modelos 01 e 02.

Destaca-se que os resíduos para as regressões apresentadas não se apresentam com distribuição normal; contudo, conforme já relatado no início deste capítulo, o objetivo principal reside em analisar as relações com significância estatística das variáveis explicativas com a variável dependente.

Com a intenção de fornecer exame mais aprofundado dos dados, realizou-se regressão do Modelo 01 com os dados sem *outliers*. Dessa forma, abaixo são apresentados os resultados para a regressão do Modelo 01 com os dados ajustados para valores extremos. O critério para ajuste de *outliers* foi o procedimento de Boxplot.

Tabela 9 – Resultados da regressão com Modelo 01 ajustado

Variável dependente: RAA				
Variável	Coeficiente	Desvio Padrão	Estatística t	Prob.
SUE	-0.000971	0.001270	-0.764469	0.4447
PII	-0.100578	0.010874	-9.249029	0.0000
LIQ	0.009949	0.001409	7.059059	0.0000
ANALIS	-0.000743	0.001017	-0.730360	0.4652
BETA	0.010810	0.005863	1.843687	0.0654
TAM	0.000997	0.001342	0.742687	0.4577
R – quadrado ajustado				0.063061
Prob(Estatística F)				0.000000

Fonte: Elaborado pelo autor

Com os ajustes para *outliers*, a regressão acima apresentou distribuição normal para os resíduos.

Observa-se, conforme tabela acima, que a variável SUE resultou sem significância estatística, representando que, para os dados com ajuste de *outliers*, os resultados contábeis não possuem relação com os retornos anormais acumulados posteriores à divulgação daqueles. A variável ANALIS e TAM, a exemplo dos demais modelos, apresentaram coeficientes iguais a zero.

As variáveis PII, LIQ e *Beta* e apresentaram coeficientes estatisticamente diferentes de zero a um nível de significância de 1% e 5%.

O PII revelou um coeficiente de -0.100578, com maior magnitude em relação aos coeficientes das regressões dos demais modelos do estudo.

As variáveis LIQ e Beta obtiveram coeficientes de 0.009949 e 0.010810 respectivamente, também apresentando maior magnitude em relação aos resultados obtidos na regressão do modelo 01.

4.4 Análise das Hipóteses da Pesquisa

Após a análise das regressões e dos testes estatísticos, passa-se a examinar as hipóteses deste estudo em relação aos resultados encontrados.

Para fins de organização das análises, este estudo propõe três hipóteses:

H1: Existem retornos anormais em torno do período de anúncio das demonstrações contábeis.

H2: Existe relação entre o lucro surpresa divulgado e os retornos anormais ocorridos em torno dos anúncios subsequentes a essa divulgação.

H3: existe relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e os retornos anormais ocorridos após a divulgação das demonstrações contábeis.

A hipótese de que existem retornos anormais em torno do período de divulgação das demonstrações contábeis, H1 desta pesquisa, é evidenciada pelo teste de hipótese analisado anteriormente, em que evidenciou que a média dos

retornos anormais é diferente de zero. Depreende-se de tal inferência que o mercado não se comportou de maneira eficiente. De acordo Lopes et al. (2012) a hipótese de mercados eficiente fornece suporte à pesquisa da relevância da informação contábil no mercado de capitais, já que permite a investigação do relacionamento de resultados contábeis e variáveis de mercado.

A segunda hipótese do trabalho, a de que existe relação entre os resultados surpresas divulgados e os retornos anormais ocorridos em torno dos anúncios subsequentes a essa divulgação, é confirmada de acordo com os coeficientes da variável SUE obtidos nas regressões dos Modelos 01, 02, 03 e 04 descritos neste estudo. Dessa forma, verifica-se que o comportamento dos retornos anormais após a divulgação dos resultados está relacionado com os lucros surpresas.

O coeficiente da variável SUE, que representa o lucro surpresa divulgado pelas empresas, apresentou coeficientes negativos e significativos em todas as regressões, à exceção do modelo em que se utilizou dados ajustados para *outliers*. Nos modelos de regressões, principalmente aqueles em que o coeficiente foi diferente de zero, o SUE demonstrou uma relação negativa com os retornos anormais posteriores à divulgação, o que representa que a informação contábil reduz a ineficiência de mercado, haja vista que se infere que quanto maior a divulgação surpresa de informações contábeis, menor será o retorno anormal ocorrido após esses anúncios.

Tal efeito é observado nos trabalhos de Bernard e Thomas (1989) e Bernard e Thomas (1990) Contudo, destaca-se que, nesses trabalhos, esse comportamento foi verificado no quarto trimestre subsequente ao anúncio dos resultados, ou seja, a relação entre os resultados surpresas e os retornos anormais do quarto trimestre subsequente ao anúncio foi negativa.

O sinal do coeficiente da variável não foi de acordo com o esperado neste estudo, este fato pode estar relacionado com trabalho de Pereira e Lustosa (2011) ao citarem que *“tal reação, significativamente positiva, já ocorrera no momento em que as notícias sobre as empresas foram publicadas na imprensa antes da data da divulgação do lucro”*. Os autores defendem que, no mercado brasileiro, ocorre uma antecipação, por meio da imprensa, das informações divulgadas pelas empresas. Destaca-se que o coeficiente da variável SUE, observados nas regressões, assemelha-se com o encontrado no estudo de Pereira e Lustosa (2011), contudo os autores não encontram relevância estatística.

Outro ponto a ser salientado, em função de o sinal do coeficiente da variável SUE encontrado ser diferente do esperado, está relacionado com o referido por Shanthikumar (2004) quanto à maior propensão do pequeno investidor à sub-reagir às informações de ganhos surpresas, incentivando, dessa forma, o PEAD. Esta constatação relaciona-se com a atual situação da BM&FBOVESPA referente à participação dos investidores pessoa física. De acordo com o site veja.abril.com.br (2014), *“a parcela dos pequenos investidores na BM&FBovespa era de 13,9% –se terminar 2014 dessa forma, será o menor nível anual desde 1998, quando foi de 12,3%.”*. De fato, o menor número de pequenos investidores pode trazer maior eficiência ao mercado, como se observa na assertiva de Bernard e Thomas (1989) ao destacar que o comportamento dos retornos após a divulgação dos ganhos surpresas pode estar influenciado por investidores que não conseguem perceber as implicações dos ganhos atuais nos lucros futuros das empresas.

Dessa maneira, constata-se que os coeficientes com relevância estatística nas regressões analisadas, demonstram que a divulgação dos resultados surpresas possui relação negativa com os retornos anormais. Depreende-se dessa constatação que os resultados contábeis diminuem o retorno anormal posterior à divulgação desses resultados, bem como se pode verificar que tal relação negativa demonstra que o conteúdo da informação contábil contribui para a eficiência de mercado em sua forma semi-forte.

Na hipótese três da pesquisa, que considera a existência de relação entre a participação acionária dos investidores institucionais e o comportamento dos retornos anormais posterior aos anúncios dos resultados constata-se que a variável PII apresentou coeficiente negativo com relevância estatística em todos os modelos de regressão. O sinal negativo do coeficiente indica que os investidores institucionais amenizam os retornos anormais observados após a divulgação dos resultados, sinalizando que esses investidores contribuem para uma melhor eficiência de mercado. Verifica-se também que, quando ocorre a interação entre a variável PII e o SUE, isto é, quando é analisada a influência mútua da participação acionária do investidor institucional e o lucro surpresa divulgado, a magnitude do coeficiente aumenta, indicando que tais investidores contribuem para a eficiência de mercado, bem como para o conteúdo informativo dos dados contábeis.

Tais resultado estão em conformidade com o esperado nesta pesquisa, bem como em consonância com os obtidos nos estudos de Bartov et al. (2000), em que

também é verificada uma relação negativa entre os investidores institucionais e os padrões de comportamento do retorno das ações após a divulgação dos lucros.

Conforme se observa em estudo já citado neste trabalho, tais como Potter (1992), Ke e Ramalingegowda (2005) e Berkman e Mckenzie (2012), os investidores institucionais guardam características que fazem com que utilizem a informação de forma tempestiva, bem como muitas vezes antecipam os resultados surpresas. Dessa forma, encontra-se coerência nos resultados obtidos nesse estudo, inferindo que os investidores institucionais trazem maior eficiência para o mercado.

Destaca-se neste ponto que os R-quadrados das regressões apresentaram-se baixo, a exemplo dos estudos de Bernard e Thomas (1990), em que os autores obtiveram R-quadrado de no máximo 7,9% em suas regressões, bem como os estudos de Bartov et al. (2000) em que foi encontrado R-quadrado de 0,011. Dessa forma, verifica-se conformidade com a literatura acerca do PEAD.

A variável de controle *Beta* apresentou-se com coeficiente positivo e significativo em todos os modelos de regressão, sinalizando que empresas com maior sensibilidade às variações do mercado contribuem para um maior retorno anormal após a divulgação dos resultados. Pode-se vislumbrar que um maior risco da empresa faz com que o mercado sub-reaja às informações divulgadas, aumentando a ineficiência. Verifica-se que o sinal da variável corresponde ao esperado.

A variável LIQ, que é uma *proxy* para a liquidez das ações em bolsa, apresentou coeficiente positivo e significativo nas regressões. Tal resultado não vai ao encontro do que os estudos de Ng, Rusticus e Verdi (2008) demonstram em suas investigações, em que evidenciam que o custo de transação contribui de forma positiva para o PEAD. Nesse estudo, os autores relatam que empresas com menores custos de transação tenderiam a possuir maior liquidez. Considera-se que a ocorrência do sinal não esperado para esse coeficiente pode se deter em função de que algumas variáveis, quando interagidas com a variável PII, não seguem as mesmas tendências encontradas em estudos anteriores.

A variável que representa o tamanho da empresa, TAM, não apresentou coeficientes significativos nas regressões, o mesmo ocorrendo com a variável ANALIS.

Os resultados dos estudos de Bartov, Radhakrishnan e Krinsky (2000) evidenciaram que algumas variáveis utilizadas na literatura não possuem relação

com os retornos anormais quando os investidores institucionais são considerados uma das variáveis explanatória. Dentre tais variáveis sem relação com os retornos das ações, o tamanho da empresa se apresenta sem significância. Assim, tal constatação verifica-se também neste estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar a relação entre os investidores institucionais e o comportamento dos retornos anormais após a divulgação dos resultados das empresas. Esse comportamento dos preços das empresas após a divulgação de seus resultados é conhecido na literatura internacional como *post-earnings-announcement drift*.

Para tanto, o estudo propôs os meios para satisfazer o objetivo da pesquisa, nos quais constava a necessidade de identificar a participação acionária dos investidores institucionais nas empresas da BM&FBOVESPA, examinar o comportamento dos retornos anormais posteriores ao anúncio dos resultados e analisar as variáveis que contribuem para os padrões de comportamento dos retornos das ações após os referidos anúncios.

A partir das estatísticas descritivas foi possível analisar a participação acionária dos investidores institucionais nas empresas estudadas. O comportamento dos retornos anormais foi examinado por meio de testes estatísticos, observando a sua ocorrência. A análise sobre os fatores que contribuem para os padrões de comportamento após a divulgação dos resultados foi estabelecida com a revisão da literatura e adequada ao escopo da pesquisa. Com isso, constituíram-se os instrumentos para produzir os resultados da pesquisa, atingindo, dessa maneira, o objetivo do trabalho.

Conforme já analisado, verificou-se uma relação negativa entre os investidores institucionais e o *post-earnings-announcement drift*. Evidenciou-se, ainda, uma relação negativa entre o resultado surpresa e os retornos anormais ocorridos após os anúncios contábeis. Entende-se que tal fato, apesar de estar parcialmente em consonância com os demais estudos observados na literatura do PEAD, expressa a ocorrência de uma relação significativa entre a divulgação dos resultados surpresas das empresas e os posteriores retornos anormais das ações.

O trabalho com um todo atendeu os critérios necessários para o escopo inicial, através de sua revisão de literatura, desenvolvimento da metodologia e aplicação das análises, contribuindo para um maior conhecimento de questões ligadas ao comportamento do mercado e à relevância da informação contábil, permitindo que se possa avançar em outras investigações relacionadas ao tema.

Cabe destacar que as limitações do trabalho já referidas anteriormente, tais como as datas de divulgação dos demonstrativos financeiros e a intenção de verificar as relações entre as variáveis dependente e independente explanatória, devem ser consideradas para fins de maiores inferências em relação às evidências da pesquisa.

Como sugestão de futuras pesquisas, sugere-se que seja analisado o impacto dos investidores institucionais no PEAD, quando este é utilizado como uma estratégia de investimento. Outra recomendação seria no sentido de aplicar os modelos aqui utilizados, porém criando carteiras entre investidores internos e externos.

Considera-se que o trabalho contribuiu para outros estudos que se dedicarem a investigar o conteúdo informativo dos relatórios contábeis, a influência dos investidores institucionais no mercado de capitais e o comportamento dos retornos das ações em períodos posteriores à divulgação das informações.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3., p. 488-500., 1970.
- AMIHUD, Y., & MENDELSON, H. Liquidity, asset prices and financial policy. **Financial Analysts Journal** 47, p. 56-66, 1991.
- AMIR, E., & LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, 22, p. 3-30, 1996.
- ATIASE, R. Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcements. **Journal of Accountings Research** , p. 21-36, 1985.
- BAIK, B., KANG, J.-K., & KIM, J.-M. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. **Journal of Financial Economics**, p. 81-106, 2010.
- BAKER, M. P., LITOV, L. P., WACHTER, J. A., & WURGLER, J. Can mutual fund managers pick stocks? Evidence from their trades prior to earnings announcements. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Forthcoming, 2009.
- BALL, R. Anomalies in Relationships Between Securities' Yields and Yield-Surrogates. **Journal of Financial Economics**, p. 103-26, 1978.
- BALL, R., & BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, Volume 6, p. 159-178, 1968.
- BALL, R., KOTHARI, S., & ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accountings earnings. **Journal of Accounting and Economics** 29, p. 1-52, 2000.
- BARTH, M. E., LANDSMAN, W. R., & BRAGA, J. P. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, p. 467-498, 2007.
- BARTOV, E., RADHAKRISHNAN, S., & KRINSKY, I. Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. **The Accounting Review**, v. 75, p. 43-63, 2000.
- BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, Vol. 6, p. 67-92, 1968.
- BEAVER, W. H. **Financial Reporting: An Accounting Revolution**. New Jersey: Prentice Hall, 1981.

BEAVER, W. H., CLARKE, R., & WRIGHT, W. F. (1979). The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors. **Journal of Accounting Research**, 1979.

BEAVER, W. H., GRIFFIN, P. A., & LANDSMAN, W. R. The incremental information content of replacement cost earnings. **Journal of Accounting and Economics**, p. p. 15-39, 1982.

BERKMAN, H., & MCKENZIE, M. D. Earnings Announcements: Good News for Institutional Investors and Short Sellers. **The Financial Review**, vol. 47, p. 91-113, 2012.

BERLE, A. e MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York Mcmillan, 1932.

BERNARD, V. L., & THOMAS, J. K. Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? **Journal of Accounting Research**, p. 1-36, 1989.

BERNARD, V. L., & THOMAS, J. K. Evidence that Stock Prices do Not Fully Reflect the Implications fo Currrent Earnings for Future Earnings. **Journal of Accounting and Economics** 13, p. 305-340, 1990.

BEZERRA, F., & LOPES, A. B. Lucro e Preço das Ações. In: IUDICIBUS, S.; LOPES, A.B. (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, p. 136 a 171, 2012.

BHUSHAN, R. (1994). An Informational Efficiency Perspective on the Post-Earnings Announcement Drift. **Journal of Accounting and Economics** 18, p. 45-65, 1994.

BOARD, J. G., & WALKER, M. Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accountings rates of returns and abnormal returns. **Journal of Accounting Research**, v. 28, n. 1, 1990.

BROWN, P. The impact of the annual net profit report on the stock market. **The Australian Accountant**, p. 277-283, 1970.

BROWN, P., & KENNELLY, J. W. The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence. **Journal of Business**, 1972.

BROWN, S. J., & WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, p. 205-258, 1980.

BUSHEE, B. The influence of institutional investors on myopic R&D. **Accounting Review**, 73, p. 305-333, 1998.

BUSHEE, B. J., & GOODMAN, T. H. Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns? **Journal of Accounting Research**, 45, p. 289-321, 2007.

BUSHMAN, R. M., CHEN, Q., ENGEL, E., & SMITH, A. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, 2004.

CHANEY, P., & JETER, D. The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients. **Contemporary Accounting & Economics**, v. 28, p. 83-115, 1992.

CHEON, Y. S., CHRISTENSEN, T. E., & BAMBER, L. S. Factors Associated with Differences in the Magnitude of Abnormal Returns Around NYSE Versus Nasdaq Firms' Earnings Announcements. **Journal of Business Finance & Accounting**, 28(9-10), p. 1-36, 2001.

CHORDIA, T., SADKA, R., GOYAL, A., SADKA, G., & SHIVAKUMAR, L. **Liquidity and the Post-Earnings-Announcement Drift**. New Orleans Meetings Paper, 2007.

COLLINS, D. W., MAYDEW, E. L., & WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, 24, p. 39-67, 1997.

COLLINS, D., & KOTHARI, S. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, p. 143-182, 1989.

COLLINS, D., PINCUS, M., & XIE, H. Equity valuation and negative earnings: role of book value of equity. **The Accounting Review**, v. 74, p. 29-61, 1999.

DALMÁCIO, F. Z., LOPES, A. B., & SARLO NETO, A. **Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado de capitais brasileiro**. In: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2010.

DECHOW, P., GE, W., & SCHRAND, C. **Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences**. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em 26/12/2013, 2010.

DHALIWAL, D., LEE, K., & FARGHER, N. The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. **Contemporary Accounting Research**, v. 8, p. 20-41, 1991.

DUARTE, P. C., LAMOUNIER, W. M., & TAKAMATSU, R. T. **Modelos Econométricos Para Dados em Pannel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças**. Anais do 7º Congresso de Controladoria e Contabilidade – USP, 2007.

DYCKMAN, T. R. The effects of restating financial statements for price-level changes: a comment. **The Accounting Review**, v. 50, nº 4, p. 796-808, 1975.

EASTON, P. D., & HARRIS, T. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, p. 19-36, 1991.

EASTON, P. D., & ZMIJEWSKI, M. E. Cross-Sectional Variation in The Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements. **Journal of Accounting and Economics** 11, p. 117-141, 1989.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, p. 383-417, 1970.

FIRTH, M. The relative information content of the release of financial results data by firms. **Journal of Accounting Research**, v. 19, p. 521-529, 1981.

FORSGARDH, I. E., & HERTZEN, K. **The adjustment of stock prices to new information**. In: ELTON, E.J.; GRUBER, M. J. (Eds). International capital markets, 68-86. Amsterdam: North-Holland, p. 68-86, 1975.

FOSTER, G. Accounting earnings and stock prices of insurance companies. **The Accounting Review**, v. 50, p. 686-698, 1975.

FOSTER, G. Quartely Accounting Data: Time series properties and predictive-ability results. **The Accounting Review**, v 52, p. 1-21, 1977.

FOSTER, G., OLSEN, C., & SHEVLIN, T. Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns. **The Accounting Review**, v 59, p. 574-603, 1984.

FRANCIS, J., & SCHIPPER, K. Have financial statements lost their relevance? **Journal of Accounting Research**, v. 37, p. 319-352, 1999.

FREEMAN, R. The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms. **Journal of Accountings and Economics**, v. 9, p. 195-228, 1987.

FREEMAN, R., & TSE, S. The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings: Confirmations and Contradictions of Previous Earnings Reports. **Journal of Accounting Research**, p. 49-79, 1989.

GARFINKEL, J. A., & SOKOBIN, J. Volume, Opinion Divergence, and Returns: A Study of Post-Earnings Announcement Drift. **Journal of Accounting Research**, Vol 44, p. 85-112, 2006.

GIVOLY, C., & LAKONISHOK, J. Properties of analysts' forecast of earnings: A better surrogate for earnings expectation. **Journal of Accounting and Economics**, p. 85-107, 1984.

GRIFFIN, J. M., KELLY, P. J., & NARDARI, F. **Measuring Shor-Term International Stock Market Efficiency**. Working Paper, 2007.

HABIB, A., & AZIM, I. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from **Australia**. **Accounting Research Journal**, v. 21, n. 2, p. 167-197, 2008.

HAUGEN, R. A. **Modern Investment Theory**. Nova Jersey: Prentice-Hall, 5ª ed., 2001

HAYN, C. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, v. 20, p. 125-153, 1995.

HSIAO, C. **Analysis of Panel Data**. Cambridge: University Press, 1986.

INVESTIDORES Institucionais crescem, mas são limitados por pouca diversificação. Exame.com, São Paulo, 06 julho 2010. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/investidores-institucionais-crescem-brasil-sao-limitados-falta-diversificacao-576503>. Acesso em: 27 junho 2014.

JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* V. 3, No. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C., & SMITH, Jr., C. W. **The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview**. New York: McGraw-Hill, 1984.

KASZNIK, R., & McNICHOLS, M. F. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research* 40, p. 727-759, 2002.

KE, B., & RAMALINGEGOWDA, S. Do institutional investors exploit the post-earnings announcement drift? *Journal of Accounting and Economics*, 39, p. 25-53, 2005.

KE, B., RAMALINGEGOWDA, S., & YU, Y. **The effect of investment horizon on institutional investors' incentives to acquire private information on long-term earnings**. working paper, 2006.

KENDALL, M. G. The Analysis of Economic Time-Series, Part I: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society*, 96, p. 167-247, 1953.

KIMBROUGH, M. D. The effect of conference calls on analyst and market. *The Accounting Review* 80, p. 189-219, 2005.

KNIGHT, R. F. **The Association between published accounting data and the behavior of share prices**. thesis. Capes Town: University of Cape Town, 1983.

KONCHITCHKI, Y., LOU, X., SADKA, G., & SADKA, R. Expected Earnings and the Post-Earnings-Announcement Drift. <http://ssrn.com/abstract=1446929>, 2013.

KORMENDI, R., & LIPE, R. Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, p. 57-90, 1986.

KOTHARI, S. P., & ZIMMERMAN, J. L. Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20, p. 155-192, 1995.

LA PORTA, R., LOPEZ, F. d., & SHLEIFER, A. V. Law e finance. **Journal of Political Economy** 106, p. 1113-1155, 1998.

LEV, B., & AMIR, E. Value Relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v.22, 1996.

LIU, W., STRONG, N., & XU, X. Post-earnings-announcement drift in the UK. **European Financial Management** 9, p. 89-116, 2000.

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

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MARTINEZ, A. L. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? **REAd** - Edição 51, Vol. 12, nº 3, 2006.

MAY, R. The influence of quarterly earnings announcements on investor decision of reflected in common stock price changes. **Journal of Accounting Research, Suplemento**, p. 119-163, 1971.

MERRYMAN, J. **The Civil Law Tradition**. Standord: University Pres, 1969.

NG, J., RUSTICUS, T., & VERDI, R. Implications of transaction costs for the post-earnings-announcement drift. **Journal of Accounting Research**. v. 46, n. 3, p. 661-696, 2008.

OECD, O. f.-o. **The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance**, 2011.

OHLSON, J. A. Earnings book values and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PARTICIPAÇÃO de pessoas físicas desaba na Bolsa e é a menor em 16 anos. [Veja.abril.com.br](http://veja.abril.com.br), São Paulo, 01 dezembro 2014. Disponível em <<http://veja.abril.com.br/blog/rodrigo-constantino/economia/participacao-de-pessoa-fisica-desaba-na-bolsa-e-e-a-menor-em-16-anos/>>. Acesso em: 21/12/2014.

PEREIRA, C. C., & LUSTOSA, P. B. Efeito das Notícias Pré-Divulgadas no Lucro: uma análise no setor de metalúrgica e siderurgia brasileira. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos** 8(1), p. 34-44, 2011.

PEROBELLI, F., & NESS Jr., W. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. **XXIV ENAPAD, 24º, Anais**. Florianópolis: ANPAD, 2000.

POTTER, G. Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns. **Journal of Accounting Research** Vol. 30, No. 1, p. 146-155, 1992.

RICHARDSON, S., & TUNA, I. Accounting Anomalies and Fundamental Analysis: A Review of Recent Research Advances. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, n. 2-3, p. 410-454, 2010.

SADKA, R. Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2,, p. 309–349, 2006.

SHANTHIKUMAR, D. Small and Large Trades Around Earnings Announcements: Does Trading Behavior Explain Post-Earnings-Announcement Drift? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=449800>, 2004.

STIGLITZ, J. E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 115, No. 4., p. 1441-1478, 2000.

STRONG, N., & WALKER, M. The explanatory power of earnings for stock returns. *The Accounting Review*, v. 66, n. 2, 1993.

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

WORKING, H. A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series. **Journal of the American Statistical Association**, 29, p. 11-24, 1934.

APÊNDICE A – EMPRESAS PESQUISADAS

Quadro 3 – Empresas da amostra

(continua)

Item	Nome	Classe	Código
1	Abc Brasil	PN	ABCB4
2	AES Tiete	PN	GETI4
3	Aliansce	ON	ALSC3
4	All Amer Lat	ON	ALLL3
5	Alpargatas	PN	ALPA4
6	Alupar	UNT N2	ALUP11
7	Arezzo Co	ON	ARZZ3
8	Arteris	ON	ARTR3
9	B2W Digital	ON	BTOW3
10	Banrisul	PNB	BRSR6
11	BmfBovespa	ON	BVMF3
12	BR Brokers	ON	BBRK3
13	BR Insurance	ON	BRIN3
14	BR Malls Par	ON	BRML3
15	BR Pharma	ON	BPHA3
16	BR Propert	ON	BRPR3
17	Bradesco	ON	BBDC3
18	Bradespar	PN	BRAP4
19	Brasil	ON	BBAS3
20	Braskem	PNA	BRKM5
21	BRF SA	ON	BRFS3
22	Brookfield	ON	BISA3
23	CCR SA	ON	CCRO3
24	Cemig	PN	CMIG4
25	Cesp	PNB	CESP6
26	Cetip	ON	CTIP3
27	Cia Hering	ON	HGTX3
28	Cielo	ON	CIEL3

(continua)

Item	Nome	Classe	Código
29	Copasa	ON	CSMG3
30	Copel	PNB	CPLE6
31	CPFL Energia	ON	CPFE3
32	Cyrela Realt	ON	CYRE3
33	Dasa	ON	DASA3
34	Direcional	ON	DIRR3
35	Duratex	ON	DTEX3
36	Ecorodovias	ON	ECOR3
37	Eletrobras	ON	ELET3
38	Energias BR	ON	ENBR3
39	Eneva	ON	ENEV3
40	Equatorial	ON	EQTL3
41	Estacio Part	ON	ESTC3
42	Even	ON	EVEN3
43	Eztec	ON	EZTC3
44	Fibria	ON	FIBR3
45	Fleury	ON	FLRY3
46	Gafisa	ON	GFSA3
47	Gerdau	PN	GGBR4
48	Gerdau Met	PN	GOAU4
49	Grendene	ON	GRND3
50	Helbor	ON	HBOR3
51	Hrt Petroleo	ON	H RTP3
52	Hypermarcas	ON	HYPE3
53	Iguatemi	ON	IGTA3
54	Imc Holdings	ON	IMCH3
55	lochp-Maxion	ON	MYPK3
56	Itausa	PN	ITSA4
57	ItauUnibanco	PN	ITUB4
58	JBS	ON	JBSS3
59	JHSF Part	ON	JHSF3

(continua)

Item	Nome	Classe	Código
60	JSL	ON	JSLG3
61	Kroton	ON	KROT3
62	Light S/A	ON	LIGT3
63	Localiza	ON	RENT3
64	Lojas Americ	PN	LAME4
65	Lojas Marisa	ON	AMAR3
66	Lojas Renner	ON	LREN3
67	Lopes Brasil	ON	LPSB3
68	M.Diasbranco	ON	MDIA3
69	Magaz Luiza	ON	MGLU3
70	Marcopolo	PN	POMO4
71	Marfrig	ON	MRFG3
72	Metal Leve	ON	LEVE3
73	Mills	ON	MILS3
74	Minerva	ON	BEEF3
75	MMX Miner	ON	MMXM3
76	MRV	ON	MRVE3
77	Multiplan	ON	MULT3
78	Multiplus	ON	MPLU3
79	Natura	ON	NATU3
80	Odontoprev	ON	ODPV3
81	Oi	ON	OIBR3
82	P.Acucar-Cbd	PN	PCAR4
83	PDG Realt	ON	PDGR3
84	Petrobras	ON	PETR3
85	Petrobras	PN	PETR4
86	Porto Seguro	ON	PSSA3
87	Qgep Part	ON	QGEP3
88	Qualicorp	ON	QUAL3
89	RaiaDrogasil	ON	RADL3
90	Randon Part	PN	RAPT4

(conclusão)

Item	Nome	Classe	Código
91	Rossi Resid	ON	RSID3
92	Sabesp	ON	SBSP3
93	Santander BR	UNT N2	SANB11
94	Santos Brp	UNT N2	STBP11
95	Saraiva Livr	PN	SLED4
96	Sid Nacional	ON	CSNA3
97	SLC Agricola	ON	SLCE3
98	Souza Cruz	ON	CRUZ3
99	Sul America	UNT N2	SULA11
100	Suzano Papel	PNA	SUZB5
101	Taesa	UNT N2	TAEE11
102	Tecnisa	ON	TCSA3
103	Tegma	ON	TGMA3
104	Telef Brasil	PN	VIVT4
105	Tim Part S/A	ON	TIMP3
106	Totvs	ON	TOTS3
107	Tractebel	ON	TBLE3
108	Tran Paulist	PN	TRPL4
109	Tupy	ON	TUPY3
110	Usiminas	PNA	USIM5
111	V-Agro	ON	VAGR3
112	Vale	PNA	VALE5
113	Valid	ON	VLID3
114	Weg	ON	WEGE3

Fonte: Elaborada pelo autor.

ANEXO A – DESCRIÇÃO DO ÍNDICE BRASIL AMPLO

Apresentação

O ÍNDICE BRASIL AMPLO (IBrA) BM&FBOVESPA tem por objetivo oferecer uma visão ampla do mercado acionário, medindo o comportamento das ações de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que atendam a seus critérios de inclusão. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

Ações Elegíveis para o Índice

O IBRA é composto pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA que atendem aos critérios de inclusão descritos abaixo. Não estão incluídas nesse universo empresas emissoras de BDRs e empresas em recuperação judicial ou falência.

Critérios para Inclusão na Carteira

São incluídas na carteira do índice as ações que atenderem aos seguintes critérios, com base nos 12 meses anteriores:

- a) inclusão em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b) participação em termos de presença em pregão igual ou superior a 95% no período.

A mesma empresa pode ter mais de uma ação participando da carteira, desde que cada ação atenda isoladamente aos critérios de inclusão.

Empresas com menos de 12 meses de listagem somente são elegíveis se tiverem mais de seis meses de negociação e se apresentarem, no mínimo, 95% de presença em pregão nos últimos seis meses do período de análise.

Cumprido ressaltar que companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou, ainda, que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação, não integrarão o Índice. Caso essas companhias passem a não mais estar nestas situações excepcionais, seu histórico de negociação, para efeito do atendimento de todos os critérios de inclusão na carteira, começará a ser contado a partir da data em que a BM&FBOVESPA considerar que a companhia efetivamente tenha deixado sua situação excepcional.