

DISCLOSURE DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS E RETORNOS ANORMAIS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS

DISCLOSURE OF FINANCIAL INSTRUMENTS AND ABNORMAL RETURNS
FOR BRAZILIAN COMPANIES

Rodrigo Fernandes **MALAQUIAS**

Doutorando em Administração pela EAESP/FGV, Mestre em Administração pela FAGEN/UFU
Professor Assistente da Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

Luciano Ferreira **CARVALHO**

Doutorando em Economia pela UFU, Mestre em Administração pela Universidade Federal de
Uberlândia (UFU), Professor Adjunto da Fundação Presidente Antônio Carlos (UNIPAC)
lucianofc@netsite.com.br

Sirlei **LEMES**

Doutora pela FEA/USP, Professora Associada da Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
sirlemes@uol.com.br

Resumo

Considerando-se a polêmica discussão sobre o *disclosure* (evidenciação) de instrumentos financeiros, particularmente os derivativos, despertou-se o interesse de analisar se o nível de evidenciação presente nos relatórios contábeis das empresas brasileiras, no tocante aos citados instrumentos, apresenta alguma reação no preço dos ativos que estas empresas negociam em duas diferentes bolsas de valores: a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e a NYSE (Bolsa de Valores de Nova York). Estabeleceu-se a hipótese nula de que empresas com altos índices de evidenciação apresentariam retornos anormais positivos no preço de suas ações. Os relatórios contábeis analisados foram os Form_20F e as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), referentes ao exercício contábil de 2006. Os resultados apontaram para a rejeição da hipótese nula previamente estabelecida, pois empresas com um maior nível de evidenciação não apresentaram retornos anormais positivos no preço de suas ações (e também no preço de seus ADR - *American Depositary Receipts*).

Palavras-chave: Resultado Econômico – Desempenho – Decisão.

Abstract

Considering the controversial discussion about the disclosure of financial instruments, particularly derivatives, we became interested in examining whether the disclosure level in the accounting reports of Brazilian companies, with respect to the aforementioned instruments, presents some reaction in the price of the assets that these companies trade in two different stock exchanges: BOVESPA (São Paulo Stock Exchange) and the NYSE (New York Stock Exchange). We established the null hypothesis according to which firms with higher disclosure levels would present positive abnormal returns in their stock price. The analyzed financial reports were Form_20F and *Demonstrações Financeiras Padronizadas* (DFP – Standardized Financial Statements), for the year 2006. The result does not support the previously established null hypothesis, because companies with a greater level of disclosure did not present positive abnormal returns in their stock price (and also in the price of their ADR - American Depositary Receipts).

Keywords: Disclosure – Abnormal Returns – Efficient Markets Hypothesis.

Introdução

Este trabalho foi desenvolvido observando-se um contexto em que o nível de evidenciação fornecido pelas empresas em seus relatórios contábeis é considerado como uma variável relevante (por exemplo, vide LOPES; LIMA, 1998; HEALY; PALEPU, 2001). Considerando-se a polêmica discussão sobre a evidenciação de instrumentos financeiros, particularmente os derivativos (por exemplo, vide DARÓS e BORBA, 2005), despertou-se o interesse de analisar se o nível de evidenciação presente nos relatórios contábeis das empresas brasileiras, no tocante aos citados instrumentos, apresenta alguma reação no preço dos ativos que estas empresas negociam em duas diferentes bolsas de valores: a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), que representa o mercado de capitais brasileiro; e a NYSE (Bolsa de Valores de Nova York), representando o mercado norte-americano.

Para tanto, considerou-se a Hipótese de Mercados Eficientes (HME), teoria que trata principalmente do comportamento de preços em relação a informações relevantes publicamente disponíveis e da previsibilidade (imprevisibilidade) dos preços dos títulos. De acordo com Fama (1970), mercado eficiente é aquele em que os preços dos títulos, em algum tempo, refletem totalmente toda informação disponível.

Desta forma, elaborou-se o seguinte problema de pesquisa: nos mercados de capitais brasileiro e norte-americano, o nível de evidenciação fornecido pelas empresas brasileiras em seus relatórios contábeis pode ser tomado como uma variável que explica os retornos anormais que as ações de tais empresas possam vir a apresentar na data de divulgação de tais relatórios? Estabeleceu-se a hipótese nula de que empresas com altos índices de evidenciação apresentam retornos anormais positivos no preço de suas ações.

As empresas componentes da amostra são empresas brasileiras não-financeiras e que se encontram listadas na NYSE e na BOVESPA.

A seleção de empresas não-financeiras se dá em razão da variável tomada como explicativa dos retornos anormais: o índice de evidenciação de instrumentos financeiros. Coerentemente com o destacado por Darós e Borba (2005), a utilização de instrumentos financeiros, em particular os derivativos, não faz parte do contexto operacional dessas empresas, exigindo-se, com isso, a geração de informações que justifiquem sua utilização.

Como um todo, este trabalho está dividido em cinco seções. A segunda seção, a seguir, apresenta o referencial teórico da pesquisa, tratando tanto da relevância da evidenciação contábil quanto da teoria que sustenta a HME. A terceira parte deste artigo mostra os aspectos metodológicos adotados para a pesquisa. A quarta refere-se à análise dos resultados e na quinta seção têm-se as considerações finais.

1 Referencial teórico

1.1 Evidenciação contábil

A contabilidade pode ser visualizada como um processo que envolve a identificação, o registro e a geração de informações, materializando-se por meio de relatórios contábeis/financeiros, que farão referência aos eventos ocorridos em uma entidade durante um determinado período de tempo. Segundo Iudícibus, Martins e Carvalho (2005, p. 12), os objetivos da contabilidade nascem das necessidades de seus usuários; assim, “o objetivo da contabilidade, então, pode ser estabelecido como o de fornecer informação como suporte à tomada de decisão, tanto dos usuários internos, como dos usuários externos das entidades” (SANTOS et. al., 2006, p. 28).

Lopes e Martins (2005, p. 31) afirmam que, no papel de usuários externos, “os investidores não possuem o mesmo nível de informação que os gestores da empresa, de forma a necessitar de instrumentos independentes para avaliar sua real situação”. Com isso, o fornecimento de informações completas e confiáveis sobre

a situação financeira e os resultados da companhia deve ser garantido pela emissão das demonstrações contábeis.

Neste contexto, quando a empresa promove a evidenciação em seus relatórios de forma incompleta, as informações que chegam ao conhecimento dos usuários externos podem mostrar, dentre outros fatores, um risco menor do que aquele ao qual a entidade realmente está exposta; como consequência, “a relação risco-retorno, que é componente-chave de todo o processo de movimentação de recursos na economia, fica sensivelmente prejudicada” (LOPES; LIMA, 1998, p. 9).

Para Healy e Palepu (2001, p. 406), o “*disclosure* corporativo é crucial para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente”, salientando que os usuários desse nível de evidenciação não seriam apenas os investidores. Handa e Linn (1993, p. 82) também já afirmavam que “investidores atribuem maior risco sistemático para um ativo com poucas informações que para um ativo com muitas informações”. Ainda coloca-se que, conforme Buschman, Piotroski e Smith (2004), a disponibilização de informações é alegada como sendo a chave determinante para a eficiência nas decisões de alocação de recursos e crescimento na economia.

1.2 Eficiência de mercados

Considerada um dos fundamentos da Moderna Teoria de Finanças, a eficiência de mercado trata principalmente da previsibilidade (impredizibilidade) dos preços dos títulos e do ajuste desses preços à informação disponível. De acordo com Fama (1970 e 1991), mercado eficiente é aquele em que preços de títulos, em algum tempo, refletem totalmente toda informação disponível. Existem três formas de eficiência informacional: fraca, semi-forte e forte. Além da eficiência informacional, outra condição para existência de eficiência é a racionalidade do mercado, em que os preços devem refletir com precisão as expectativas dos

investidores em relação ao valor presente dos fluxos de caixa futuro.

Os estudos sobre o comportamento dos preços das ações tiveram sua origem nos estudos sobre aleatoriedade dos preços (*Randon Walk*), no início do século XX, cujo precursor foi Bachelier (1900). Outro importante trabalho sobre o comportamento dos preços das ações foi desenvolvido por Kendall (1953), no qual o autor conclui que os preços seguem um passeio aleatório. Mas foi apenas a partir da década de 60, com os estudos de Eugene F. Fama e Paul A. Samuelson, que a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) teve sua origem.

A forma semi-forte de eficiência diz que nenhum investidor pode obter retornos anormais (em excesso) com base em alguma informação pública disponível, pois os preços se ajustam rapidamente às novas informações divulgadas. O método utilizado para testar essa forma de eficiência é o Estudo de Eventos.

Os estudos de eventos têm a finalidade de verificar a existência ou não de retornos anormais em torno da data de um anúncio de um fato relevante. A preocupação desses estudos é com a possibilidade de um investidor vir a obter lucro, comprando o título na data do anúncio. Espera-se, em um mercado eficiente, um ajuste rápido dos preços após o anúncio. Se a reação for lenta, investidores podem obter retornos extraordinários comprando na data da divulgação.

No Brasil diversas pesquisas foram desenvolvidas com objetivo de testar a forma semi-forte de eficiência, das quais se pode destacar o trabalho de Leite e Sanvicente (1990), por ter sido um dos primeiros estudos de eventos realizado no país. Além deste, destaca-se também o estudo de Camargos e Romero (2006), em que se testou, entre outros eventos, a reação do mercado brasileiro ao lançamento de *American Depositary Receipts* (ADR). Os autores chegaram à conclusão de que o mercado não foi eficiente na forma semi-forte.

2 Aspectos metodológicos

Esta pesquisa foi desenvolvida segundo um estudo descritivo, em que, de acordo com Andrade (2004), o pesquisador busca apresentar as características de uma determinada situação, sem nela interferir. Isso permite a observação, o registro, a análise e a interpretação da situação estudada.

2.1 Definição da amostra

Como um dos objetivos do trabalho é também a comparação entre os dados de diferentes mercados de capitais, escolheram-se empresas brasileiras que estivessem listadas na NYSE e na BOVESPA ao mesmo tempo, que fossem não-financeiras (conforme explicado na introdução deste trabalho) e que apresentassem a necessidade de emitir o Form_20F. Apenas empresas que negociam ADR níveis II e III na NYSE estão obrigadas à emissão do citado relatório, cujo conteúdo é diferente daqueles relatórios fornecidos ao mercado de capitais brasileiro (as DFP).

As empresas a serem analisadas emitem, então, dois tipos diferentes de relatórios contábeis: os Form_20F, que são elaborados e enviados ao mercado norte-americano; e as DFP, que são elaboradas e enviadas ao mercado de capitais brasileiro. Conforme destacado no parágrafo anterior, o conteúdo informacional dos dois relatórios em questão, ainda que para as mesmas empresas, é diferente (vide, por exemplo: DARÓS e BORBA, 2005). Isso demanda a mensuração do nível de evidenciação presente nos dois relatórios contábeis.

Quanto ao período de análise, tem-se que os Form_20F apresentam o prazo de até 30 de junho do exercício subsequente ao que se refere o relatório para serem enviados à SEC (*Securities and Exchange Commission*), e consequentemente à NYSE. Já as DFP apresentam o prazo de até 31 de março do exercício subsequente para serem encaminhadas à CVM (Comissão de Valores

Mobiliários). Dado que a presente pesquisa foi iniciada em janeiro de 2008, os relatórios contábeis mais recentes disponíveis, para os dois diferentes mercados de capitais, foram os referentes ao exercício contábil de 2006.

Conforme consulta no banco de dados da CVM (2008), observados os itens restritivos apresentados anteriormente, selecionaram-se 24 empresas para compor a amostra a ser analisada. Consultando-se a *homepage* da NYSE (2008) e BOVESPA (2008), foram anotadas as datas em que os relatórios contábeis de tais empresas foram divulgados; no entanto, para duas empresas selecionadas, não se encontrou na base de dados da NYSE (2008) a data de divulgação de seus Form_20F (empresas Embraer e Vale do Rio Doce).

2.2 Cálculo do índice de evidenciação

Selecionadas as empresas a serem estudadas, partiu-se para a coleta de seus relatórios contábeis. As DFP foram obtidas junto a consultas no website das empresas selecionadas, tal como o cadastro na CVM e na própria BOVESPA. Já os Form_20F foram obtidos com pesquisas junto à NYSE. Estes procedimentos resultaram na coleta de 46 relatórios contábeis, sendo 24 DFP e 22 Form_20F (já que duas empresas, junto à NYSE, não possuíam dados suficientes para a análise).

Para a obtenção dos índices de evidenciação, utilizou-se uma adaptação de um instrumento de coleta de dados anteriormente validado por Lopes e Rodrigues (2007), e que mede o nível de evidenciação de instrumentos financeiros à luz dos requerimentos dispostos pelo IASB (*International Accounting Standards Board*), órgão internacional que busca a convergência das normas contábeis. Essa adaptação ocorreu no sentido de atualizar o instrumento de coleta de dados utilizado, pois o original baseava-se nos requerimentos do IASB referentes ao ano de 2000. Atualmente (ano de 2008), estes requerimentos já se alteraram e são encontrados

no IFRS 7 (*International Financial Reporting Standards* nº 7). Desta forma, após a análise de quais itens deveriam ser alterados, incluídos ou retirados do questionário, o instrumento de coleta, que originalmente apresentava 54 questões, passou a apresentar 45 (essa atualização baseou-se em: IASB, 2006), sendo todas as suas variáveis dicotômicas (assumem somente o valor de 0 ou 1).

A árdua tarefa de análise de conteúdo dos relatórios se dá por meio dos seguintes passos: i) verifica-se se no relatório analisado foi divulgado cada um dos itens presentes no questionário, tratando tais itens como variáveis dicotômicas (atribui-se a pontuação 1 se o item foi evidenciado, e 0 se não foi); ii) anota-se em uma planilha impressa a pontuação referente a cada questão, para cada relatório contábil; iii) transferem-se os dados coletados (números 1 e 0) para uma planilha eletrônica, para o cálculo dos índices.

Adicionalmente, informa-se que o índice em questão é ajustado por itens não-aplicáveis (este ajuste é feito por meio da redução do denominador da equação no caso de um item não ser aplicável ao relatório contábil analisado; seu objetivo é não prejudicar a obtenção dos índices, não penalizando a empresa pela não divulgação de algum item que não seria a ela aplicável).

Obtidos os índices de evidenciação, estes servirão de base para a segregação das empresas nos diferentes grupos citados na introdução deste trabalho; tal segregação está apresentada no Apêndice A, juntamente com a descrição das empresas componentes da amostra.

2.3 Procedimentos para o estudo de eventos

Para testar se o nível de *disclosure* se comportou como uma variável que explicaria os retornos anormais apresentados no preço de ações/ADR das empresas estudadas, utilizou-se de um Estudo de Eventos, que consiste na análise do efeito de

informações específicas de determinadas firmas sobre os preços de suas ações (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Com isso, verifica-se a existência de retornos anormais em torno do dia de anúncio de uma notícia relevante. Para tanto, um estudo de evento segue as seguintes etapas: definição do evento; critério de seleção (base de dados utilizada, seleção do setor econômico, empresas afetadas pelo evento em estudo); determinação de retornos normais e anormais; procedimento de estimação; procedimento de teste; e resultados empíricos.

A terceira etapa (determinação retornos normais e anormais) é crucial no método de Estudo de Eventos. É nessa etapa que os retornos calculados na janela de eventos são comparados com o retorno normal para verificar a existência de retornos anormais. De acordo com Camargos e Barbosa (2003), o retorno normal é definido como aquele retorno esperado em uma situação em que não ocorre o evento, enquanto o retorno anormal é definido como o retorno observado de um título menos o retorno normal. A equação do retorno anormal é dada a seguir.

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad [1]$$

Em que:

RA_{it} = retorno anormal para uma firma i no período t ;

R_{it} = retorno observado para uma firma i no período t ;

$E(R_{it})$ = retorno esperado para uma firma i no período t .

A forma de cálculo da taxa de retorno utilizada foi a forma logarítmica (capitalização contínua). A escolha dessa forma de cálculo de retorno é dada pelas consequências estatísticas quanto à distribuição de frequência dos retornos. Na forma logarítmica (capitalização contínua), a distribuição de frequência dos retornos seria simétrica, tendendo a aproximar-se da curva normal. Com base nesses pressupostos estatísticos, a fórmula de cálculo logarítmica é mais adequada quando se deseja utilizar

testes estatísticos paramétricos. Além disso, foi adotado o procedimento trade-to-trade em que foram considerados apenas dias em que houve negociação.

Segundo Fama (1991), o mercado eficiente por si não é testável, devendo ser testado conjuntamente com algum modelo de equilíbrio, um modelo de precificação de ativos. Para determinação dos retornos normais utilizou-se o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado. Segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), em comparação ao modelo de retorno ajustado ao mercado e ao modelo de precificação de ativos (CAPM), o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado se mostra mais eficaz na captação de retornos anormais.

Neste artigo, definiu-se como janela de eventos um período de 21 dias, compreendendo 10 dias antes do evento e 10 dias depois. A janela de estimação, seguindo o exemplo de Campbell, Lo e Mackinlay (1997), foi definida como 120 dias, não englobando o período da janela de eventos.

Para o teste de significância foram usados dois métodos, sendo um paramétrico (test t) e um não-paramétrico (teste de Wilcoxon). O valor do test t é obtido por meio da divisão entre o retorno anormal médio e o erro padrão, conforme equação a seguir.

$$t = \frac{\overline{AR}}{ep} \quad [2]$$

Para a correção da heteroscedasticidade presente nas séries, utilizaram-se procedimentos robustos em relação à heteroscedasticidade. Esse método consiste em construir uma estatística t utilizando erros-padrão robustos, que podem ser obtidos por meio da Equação (3), a seguir.

$$ep = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \hat{r}_{ij}^2 \hat{u}_i^2}{SQR_j^2}} \quad [3]$$

Em que:

\hat{r}_{ij} = i-ésimo resíduo da regressão de x_j sobre as outras variáveis explicativas;

SQR_j = soma dos resíduos quadrados dessa regressão.

Os testes não-paramétricos são livres de qualquer suposição sobre a distribuição dos retornos. Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), tipicamente esses testes não-paramétricos não são usados isoladamente, mas em conjunto com testes paramétricos. O teste de Wilcoxon é baseado na ideia de que a soma dos “ranks” para as amostras acima e abaixo da média deve ser similar.

As cotações de fechamento ajustadas por provento foram coletadas no Banco de Dados Econômica e para o desenvolvimento do Estudo de Eventos foi utilizado o software Stata versão 10. Em relação à realização de comparação entre as médias, o software utilizado foi o SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*), aplicando-se o teste t de Student.

3 Resultados e análises

Antes do início das análises, fez-se necessária a mensuração do nível de evidência para a análise dos resultados. Após a aplicação da metodologia descrita no subtópico 3.2, obtiveram-se os índices que possibilitaram a segregação das empresas em quatro grupos: dois grupos com índices de evidência acima da média (um para cada mercado de capitais) e dois grupos com índices de evidência abaixo da média, conforme se pode conferir no Apêndice A desta pesquisa.

Por exemplo, no Apêndice A, o “Grupo_C” refere-se a 13 empresas com índice de evidência dos Form_20F abaixo da média. Já o “Grupo_B” refere-se a nove empresas com o índice de evidência fornecido nos Form_20F acima da média. Antes de se prosseguir com a análise, fez-se, com o auxílio do software SPSS, uma comparação das médias entre os quatro diferentes grupos criados, considerando-se uma significância de 5% (BUSSAB; MORETIN, 2003). A seguir apresenta-se a Tabela 1 com os resultados.

Tabela 1 - Diferença entre as médias, por grupo de empresas

Tipo de Relatório	N	Média	Desvio Padrão	P-Value
Grupo_B (Form_20F)	9	61,07	4,16	0,000
Grupo_C (Form_20F)	13	52,38	5,17	
Grupo_E (DFP)	10	48,28	3,46	0,000
Grupo_F (DFP)	14	37,48	3,96	

Conforme indicam os resultados presentes na Tabela 1, os dois grupos criados para segregar as empresas, segundo os índices presentes Form_20F, apresentam médias significativamente diferentes; ou seja, a superioridade dos índices do Grupo_E em relação ao Grupo_F não é fruto do acaso. O mesmo vale para os dois outros grupos (Grupo_B e Grupo_C). Isso mostra que os grupos em questão possuem empresas com características diferentes quanto às práticas de evidenciação.

3.1 Resultados obtidos junto aos Form_20F

Basicamente, para a obtenção dos resultados a serem analisados em relação aos Form_20F, são necessários três passos: realização do Estudo de Eventos para o grupo das 22 empresas selecionadas, verificando se o mercado comportou-se de maneira eficiente à divulgação dos Form_20F; realização do Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índices de evidenciação acima da média; e realização do Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índice abaixo da média.

Realizou-se o primeiro passo e, conforme se pode conferir nos Apêndices B e D, o mercado norte-americano se comportou de forma eficiente em relação à divulgação dos Form_20F, mas retornos anormais significativos não foram encontrados na janela de eventos. As características dos gráficos apresentados no Apêndice D mostram um formato compatível com o que prediz a teoria de mercados eficientes. Adicionalmente, nota-se que após um pico, na data t_0 , os retornos voltam ao patamar anterior,

não havendo, assim, oportunidade de ganhos extraordinários em função da divulgação (vide Apêndice B, Grupo_A, e Apêndice D, gráfico “Retorno Anormal (Média) – NYSE”, Grupo_A).

Partindo-se para o segundo passo, um novo Estudo de Eventos foi realizado, observando-se as empresas com índices de evidenciação acima da média, conforme mostrado no Apêndice B, Grupo_B. Os resultados apontam que esse grupo de empresas apresentou um retorno anormal acumulado negativo, sendo que os retornos negativos concentraram-se em dias anteriores ao evento e, o mais importante, no dia do evento, estendendo-se até o terceiro dia após o evento. Esperava-se que, por este grupo conter empresas com maior nível de *disclosure*, o mercado reagisse positivamente, apresentando retornos positivos na data do evento (vide também Apêndice D, gráfico “Retorno Anormal (Média) – NYSE”, Grupo_B).

Realizando-se o terceiro e último passo dessa parte da pesquisa, elaborou-se um Estudo de Eventos para as empresas com índices de evidenciação abaixo da média, conforme apresentado no Apêndice B, Grupo_C. Os resultados apresentados pelo citado apêndice mostram-se equivalentes aos resultados obtidos no primeiro Estudo de Eventos, o que também está alinhado com a HME. No entanto, retornos anormais significativos não foram encontrados na janela de eventos e, assim como no primeiro estudo, há um pico no dia do evento, seguido da normalização dos retornos nos dias seguintes (vide também Apêndice D, gráfico “Retorno Anormal (Média) – NYSE”, Grupo_C).

3.2 Resultados obtidos junto às DFP

Novamente, para a obtenção dos resultados a serem analisados, basicamente se desenvolveram três passos, mas junto às DFP: realização do Estudo de Eventos para o grupo das 24 empresas selecionadas, verificando se o mercado comportou-se de maneira eficiente à divulgação das citadas DFP; realização do Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índices de evidenciação acima da média; e realização do Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índice abaixo da média.

O Apêndice C, Grupo_A, traz os resultados referentes ao primeiro passo deste subtópico. De acordo com os resultados obtidos nessa etapa, o mercado não se comportou de forma eficiente, e retornos anormais significativos foram encontrados na janela de eventos nos dias t-2 e t2 (vide também Apêndice D, gráfico “Retorno Anormal (Média) – BOVESPA”, Grupo_A). O retorno anormal antes da data do evento indica que houve vazamento de informações, enquanto o retorno dois dias após a data do evento revela que houve uma reação retardada do mercado. Poder-se-ia argumentar que tal reação retardada do mercado implica na possibilidade de se construírem estratégias de investimentos lucrativas com base na informação disponível. No entanto, os retornos anormais foram negativos e tal estratégia seria inviável. Porém, esse argumento não muda a conclusão de que o mercado é ineficiente. Apenas se mudaria de uma estratégia de compra para uma estratégia de venda.

Conforme se pode verificar no Apêndice C, Grupo_B, para as empresas com índices de evidenciação acima da média, os resultados indicam que não houve nenhum retorno anormal na janela de eventos. Os gráficos desse estudo não mostram um comportamento que se espera num mercado eficiente, já que se espera que na data do evento haja um retorno extraordinário (vide Apêndice D, gráfico “Retorno Anormal (Média) – NYSE”, Grupo_B). Porém, pode-se interpretar que o relatório contábil divulgado

não trouxe nenhuma surpresa ao mercado, ou, em outras palavras, o conteúdo desse relatório já era esperado pelo mercado.

A terceira etapa do estudo consistiu em realizar o Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índices de evidenciação abaixo da média, conforme o Apêndice C, Grupo_C. Os resultados foram consistentes com os resultados da amostra total, com retornos anormais nos dias t-2 e t2, e as mesmas considerações feitas para a amostra total valem para essa amostra.

4 Conclusão

Em um contexto que considera a Hipótese de Mercados Eficientes e a relevância da evidenciação fornecida pelas empresas nos relatórios contábeis, principalmente no tocante a instrumentos financeiros, desenvolveu-se este trabalho. O problema de pesquisa que se buscou responder foi o seguinte: nos mercados de capitais brasileiro e norte-americano, o nível de evidenciação fornecido pelas empresas em seus relatórios contábeis pode ser tomado como uma variável que explica os retornos anormais que as ações de tais empresas possam vir a apresentar na data de divulgação de tais relatórios? Estabeleceu-se a hipótese nula de que empresas com altos índices de evidenciação apresentam retornos anormais positivos no preço de suas ações.

Os relatórios analisados foram os Form_20F e as DFP e, após a devida mensuração dos índices de evidenciação, classificaram-se as empresas em seis grupos, que provocou a realização de seis estudos de eventos: um grupo com as empresas no geral, um grupo composto por empresas com índices de evidenciação acima da média e um grupo de empresas com índice abaixo da média, para cada um dos dois diferentes mercados analisados.

Os resultados apontaram para a rejeição da hipótese nula previamente estabelecida, pois empresas com um maior nível de evidenciação

não apresentaram retornos anormais positivos no preço de suas ações (e também no preço de seus ADR); empresas com baixo nível de evidênciação não apresentaram, consistentemente, retornos anormais negativos na data de divulgação dos relatórios contábeis. Este fato sugere que alguma informação negativa pode ter sido divulgada nesses relatórios, fazendo com que o mercado reagisse de tal forma.

Destaca-se que esta pesquisa faz parte de um outro estudo que já vinha sendo desenvolvido, buscando verificar este fato somente na NYSE e, em virtude dos resultados obtidos, partiu-se para o estudo do mesmo fato na BOVESPA. Como indicação para pesquisas futuras, sugerem-se estudos com índices de evidênciação que levem em conta outros aspectos, além dos instrumentos financeiros. Pressupõem-se que, ao se tomar medidas diferenciadas para o nível de evidênciação, novas considerações possam ser alcançadas, em linha com a hipótese previamente estabelecida.

Referências

ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**: noções práticas. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BACHELIER, L. **Théorie de la Spéculation**. Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure, III -17, 21-86. 1900.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Empresas / Para Investidores / Empresas Listadas. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br>>. Acesso em: 01 mai. 2008.

BUSCHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42. n. 2 p. 207-252, may. 2004.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudo de evento: Teoria e operacionalização. **Caderno de pesquisa em administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-20, jul./set 2003.

_____; ROMERO, J. A. R. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: Teste conjunto da Hipótese de Eficiência do Mercado. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 3, p. 57-74, jul./set 2006.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MacKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. 1997.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. ITR, DFP, IAN, IPE e Outras Informações / Programas de DR Aprovados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 01 mar. 2008.

DARÓS, L. L.; BORBA, J. A. Evidênciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma análise das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 39. p. 68-80. set./dez 2005.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. **The Journal of Finance**, v. 25. n. 2. p. 383-417, may. 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46. n. 5, dec 1991.

HANDA, P.; LINN, S. C. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28. n. 1. p. 81-100, mar. 1993.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, And The Capital Markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31. p. 405-440, 2001.

IASB – International Accounting Standards Board. **IFRS 7 – Financial Instruments: disclosure**. Dec. 2006.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 38. p. 7-19, mai./ago 2005.

KENDALL, M. G. The Analysis of Economic

Time-Series – Part I: prices. **Journal of the Royal Statistical Society**, Series A (General). v. 116, n.1, p. 11-25, 1953.

KHANNA, T.; PALEPU, K. G.; SRINIVASAN, S. Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U.S. Markets. **Journal of Accounting Research**, v. 42. n. 2, May 2004.

LEITE, H. P.; SANVICENTE, A. Z. Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, n. 30, p. 17-31, jul./set 1990.

LOPES, A. B.; LIMA, I. S. Disclosure de Operações com Derivativos: panorama internacional. **Caderno de Estudos FIPECAFI**, v. 10. n. 18, mai./ago 1998.

____; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

____; RODRIGUES, L. L. Accounting for Financial Instruments: an analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. **The Journal of Accounting**, v. 42. p. 25-56, 2007.

NYSE – New York Stock Exchange. Listings Directory / Latin America / Brazil. Disponível em: <<http://www.nyse.com/>>. Acesso em: 01 mar. 2008.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.; GOMES, J. M. M.; FERNANDES, L. A. **Contabilidade Geral**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 26., 2002, Salvador, BA. **Anais...** Salvador: Anpad, 2002. 1 CD-ROM.