

Disclosure de instrumentos financeiros e retornos anormais para empresas brasileiras

Rodrigo Fernandes Malaquias (UFU) - rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

Luciano Ferreira Carvalho (UFU) - lucianofc@netsite.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), 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. 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: Disclosure. Retornos anormais. Eficiência de mercados.

Área temática: Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos

***Disclosure* de instrumentos financeiros e retornos anormais para empresas brasileiras**

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), 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. 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: *Disclosure*. Retornos anormais. Eficiência de mercados.

Área Temática: Novas tendências aplicadas na gestão de custos.

1 Introdução

Este trabalho foi desenvolvido observando-se um contexto em que o nível de evidenciação fornecido pelas empresas em seus relatórios contábeis é observado como uma variável relevante (por exemplo, ver: LOPES e LIMA, 1998; HEALY e PALEPU, 2001). Considerando-se a polêmica discussão sobre a evidenciação de instrumentos financeiros, particularmente os derivativos (por exemplo, ver: 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.

2 Referencial teórico

2.1 Evidenciação contábil

A contabilidade pode ser visualizada como um processo que envolve a identificação, o registro e a geração de informações, que se materializam 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 e 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.

2.2 Eficiência de mercados

Considerada um dos fundamentos da Moderna Teoria de Finanças, a eficiência de mercado trata principalmente da previsibilidade (imprevisibilidade) 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 (*Random 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), onde ele 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, dos quais se pode destacar o estudo 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.

3 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, registro, análise e interpretação da situação estudada.

3.1 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 (ver, 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 encontrou-se na base de dados da NYSE (2008) a data de divulgação de seus Form_20F (empresas Embraer e Vale do Rio Doce).

3.2 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 de 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). Tal instrumento encontra-se disponível no Apêndice A desta pesquisa, e todas as suas variáveis são 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 foram divulgados 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; esta segregação está apresentada no Apêndice B, juntamente com a descrição das empresas componentes da amostra.

3.3 Procedimentos para o estudo de eventos

Para se 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 e 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.

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

Onde:

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.

Nesse 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.

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

Onde:

$\hat{r}_{ij}$ = 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 idéia que a soma dos “ranks” para as amostras acima e abaixo da média devem ser similar.

As cotações de fechamento ajustadas por provento foram coletadas no Banco de Dados Economatica 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*.

4 Resultados e análises

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

Por exemplo, no Apêndice B, o “Grupo_C” refere-se a 13 empresas com índice de evidenciação dos Form_20F abaixo da média. Já o “Grupo_B” refere-se às 9 empresas com o índice de evidenciação 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 e MORETIN, 2003). A seguir apresenta-se a Tabela 1 com os resultados.

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

Tipo 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	

Fonte: Elaborado pelos Autores.

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.

4.1 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 dos Estudo de Eventos para o grupo de empresas com índice abaixo da média.

Realizou-se o primeiro passo e, conforme pode-se conferir nos Apêndices C e E, 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 E 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 C, Grupo_A, e Apêndice E, 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 C, 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, se estendendo 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 E, 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 C, 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 E, gráfico “Retorno Anormal (Média) – NYSE”, Grupo_C).

4.2 Resultados obtidos junto às DFP

Novamente, para a obtenção dos resultados a serem analisados, basicamente desenvolveram-se 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 D, 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 t_2 (ver também Apêndice E, 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 construir 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 mudar-se-ia de uma estratégia de compra para uma estratégia de venda.

Conforme pode-se verificar no Apêndice D, 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 (ver Apêndice E, 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 D, 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.

5 Considerações finais

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 evidenciação 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, que buscou 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 evidenciação que levem em conta outros aspectos, além dos instrumentos financeiros. Pressupõe-se que, ao se tomar medidas diferenciadas para o nível de evidenciação, 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, I I I -17, 21-86. 1900.

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

BUSCHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**. vol. 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.

CAMARGOS, M. A.; 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, julho/setembro 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 de março de 2008.

DARÓS, L. L.; BORBA, J. A. Evidenciação 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**. vol. 25. n. 2. p. 383-417. may. 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**. Vol. 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**. vol. 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 e Finanças**. nº 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). 116(1), 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 FIECAFI**. v. 10. n. 18. mai/ago. 1998.

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

LOPES, P. T.; 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 de março de 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: XXVI ENANPAD, 2002, Salvador, BA. **Anais do XXVI ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2002. 1 CD-ROM.

Apêndice A: Instrumento de coleta de dados

	Score (if disclosed and applicable)
Financial Instruments - Accounting policies	
1 Held for trading assets/liabilities	1
2 Held-to-maturity assets	1
3 Loans and receivables originated by the enterprise	1
4 Available-for-sale financial assets	1
5 Other financial liabilities	1
6 Trade date or settlement date	1
Financial Instruments - Fair Value	
7 Fair value of assets and liabilities (grouped by classes)	1
8 Measurement method	1
9 Significant assumptions	1
Financial Instruments - Risks	
10 Risk management policy	1
11 Monitoring and controlling policy	1
12 Segregation by risk types	1

Continua na próxima página

		Continuação da página anterior
13	Description of how those risks arises	1
14	Exposure to risk	1
15	Methods used to measure the risk	1
Derivatives - Accounting Policies		
16	Objectives of holding or issuing derivatives	1
17	Accounting policies and methods adopted	1
Derivatives - Hedging		
18	Hedging description	1
19	Financial instruments designated as hedging instruments	1
20	Fair values of those financial instruments	1
21	Nature of the risks being hedged	1
22	If hedge accounting is applicable	1
23	Type of hedge relationship adopted	1
Derivatives - Fair value		
24	Measurement method	1
25	Significant assumptions	1
Interest Rate Risk		
26	Sensitivity analysis	1
27	Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Currency Rate Risk		
28	Sensitivity analysis	1
29	Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Other Prices Risk		
30	Sensitivity analysis	1
31	Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Credit risk		
32	Counterparties identification	1
33	Maximum amount of credit risk exposure (by class)	1
34	Analysis of the age of financial assets	1
35	Criteria used to determine allowance	1
36	Significant concentration of credit risk	1
37	Description of the collateral policies	1
38	Information about the credit quality	1
Collateral		
39	Terms and conditions (relative to its pledge or associated with its use)	1
40	Carrying amount (if pledged) or fair value (if held)	1
Liquidity risk		
41	A maturity analyze, showing the remaining contractual maturities (time bands)	1
42	Description of how manages the liquidity risk	1
Other		
43	Impairment losses	1
44	Criteria to determine that there is objective evidence that an impairment loss has occurred	1
45	Total interest income and total interest expense (separately)	1

Fonte: Lopes e Rodrigues (2007), com adaptações.

Apêndice B: Empresas, índices de evidenciação e separação por grupos

Parte 1: Nível de Evidenciação, NYSE (%)					Parte 2: Índices de Evidenciação: BOVESPA (%)						
nº	Empresa	Índice (Evid.)	nº	Empresa	Índice (Evid.)	nº	Empresa	Índice (Evid.)	nº	Empresa	Índice (Evid.)
GRUPO_A	1 Aracruz Celulose	36,36	GRUPO_C	1 Aracruz Celulose	36,36	GRUPO_D	1 Aracruz Celulose	31,11	GRUPO_F	1 Ultrapar	26,67
	2 Brasil Tel. Part.	54,55		2 Gerdau	48,89		2 Brasil Tel. Part.	48,89		2 Aracruz Celulose	31,11
	3 Brasil Tel.	56,82		3 Tele Norte Celular	52,27		3 Brasil Tel.	48,89		3 Cia. Vale Rio Doce	35,56
	4 Braskem	55,56		4 Telemig	52,27		4 Braskem	44,44		4 Cia. Bras. Distr.	37,78
	5 Cia. Bras. Distr.	56,82		5 Sabesp	52,78		5 Cia. Bras. Distr.	37,78		5 Petrobras	37,78
	6 Cia. Beb. Américas	61,36		6 Cia. Paran. Energ.	53,49		6 Cia. Beb. Américas	40,00		6 Telesp	37,78
	7 Cia. Energ. M.G.	63,64		7 Tim	53,49		7 Cia. Energ. M.G.	53,33		7 Cia. Paran. Energ.	38,10
	8 Cia. Paran. Energ.	53,49		8 Brasil Tel. Part.	54,55		8 Cia. Paran. Energ.	38,10		8 Cia. Beb. Américas	40,00
	9 Cia. Sid. Nac.	61,36		9 Perdigão	54,55		9 Cia. Sid. Nac.	42,22		9 Perdigão	40,00
	10 Gerdau	48,89		10 Braskem	55,56		10 Cia. Vale Rio Doce	35,56		10 Tele Norte Celular	40,00
	11 Perdigão	54,55		11 Petrobras	55,56		11 Embraer	48,89		11 Telemig	40,00
	12 Petrobras	55,56		12 Vivo	55,56		12 Gerdau	46,67		12 Tim	40,00
	13 Sabesp	52,78		13 Vot. Cel. Papel	55,56		13 Perdigão	40,00		13 Vivo	40,00
	14 Sadia	65,91	1 Brasil Tel.	56,82	14 Petrobras		37,78	14 Vot. Cel. Papel		40,00	
	15 Tele Norte Celular	52,27	2 Cia. Bras. Distr.	56,82	15 Sabesp	47,22	1 Cia. Sid. Nac.	42,22			
	16 Tele Norte Leste	68,18	3 Telesp	57,78	16 Sadia	53,33	2 Braskem	44,44			
	17 Telesp	57,78	4 Ultrapar	57,78	17 Tele Norte Celular	40,00	3 Gerdau	46,67			
	18 Telemig	52,27	5 Cia. Beb. Américas	61,36	18 Tele Norte Leste	48,89	4 Sabesp	47,22			
	19 Tim	53,49	6 Cia. Sid. Nac.	61,36	19 Telesp	37,78	5 Brasil Tel. Part.	48,89			
	20 Ultrapar	57,78	7 Cia. Energ. M.G.	63,64	20 Telemig	40,00	6 Brasil Tel.	48,89			
	21 Vivo	55,56	8 Sadia	65,91	21 Tim	40,00	7 Embraer	48,89			
	22 Vot. Cel. Papel	55,56	9 Tele Norte Leste	68,18	22 Ultrapar	26,67	8 Tele Norte Leste	48,89			
Média do Índice de Evid.		55,93				23 Vivo	40,00	9 Cia. Energ. M.G.	53,33		
						24 Vot. Cel. Papel	40,00	10 Sadia	53,33		
						Média do Índice de Evid.		41,98			

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Apêndice C: Tabelas para o estudo de eventos, referente ao dados da NYSE

		Grupo_A					Grupo_B					Grupo_C				
Dia	E	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.
-10	1	22	0,0014073	0,753	0,9353	0,0014073	9	0,0017612	0,800	0,9528	0,0017612	13	0,0011623	0,851	0,9165	0,0011623
-9	1	22	0,0026981	0,421	0,3064	0,0041054	9	-0,0037122	0,486	0,7671	-0,0019510	13	0,0071361	0,100	0,1005	0,0082984
-8	1	22	-0,0018548	0,427	0,5699	0,0022506	9	0,0001647	0,946	0,8590	-0,0017863	13	-0,0032529	0,376	0,4216	0,0050455
-7	1	22	0,0027915	0,487	0,7826	0,0050421	9	-0,0052471	0,254	0,3139	-0,0070334	13	0,0083567	0,161	0,2489	0,0134022
-6	1	22	-0,0025698	0,341	0,4263	0,0024723	9	-0,0054588	0,267	0,3743	-0,0124922	13	-0,0005697	0,861	0,7532	0,0128325
-5	1	22	0,0029397	0,376	0,3719	0,0054120	9	0,0006930	0,906	0,6784	-0,0117992	13	0,0044950	0,281	0,4631	0,0173275
-4	1	22	-0,0013016	0,724	0,3719	0,0041104	9	-0,0063633	0,132	0,1386	-0,0181625	13	0,0022026	0,695	0,4631	0,0195301
-3	1	22	0,0043071	0,343	0,6612	0,0084175	9	0,0012205	0,740	0,5147	-0,0169420	13	0,0064439	0,388	0,8068	0,0259740
-2	1	22	-0,0033405	0,265	0,1997	0,0050770	9	-0,0019229	0,641	0,1731	-0,0188649	13	-0,0043219	0,325	0,3824	0,0216521
-1	1	22	0,0052145	0,067	0,0768	0,0102915	9	0,0073465	0,047	0,0506	-0,0115184	13	0,0037384	0,377	0,4216	0,0253905
0	1	22	0,0103310	0,492	0,8329	0,0206225	9	-0,0035325	0,559	0,2135	-0,0150509	13	0,0199288	0,436	0,8068	0,0453193
1	1	22	0,0034282	0,451	0,9353	0,0240507	9	-0,0024831	0,584	0,7671	-0,0175340	13	0,0075207	0,293	0,6002	0,0528400
2	1	22	-0,0013036	0,601	0,5699	0,0227471	9	-0,0052712	0,138	0,1386	-0,0228052	13	0,0014432	0,679	0,7532	0,0542832
3	1	22	-0,0026731	0,460	0,6849	0,0200740	9	-0,0063950	0,163	0,2135	-0,0292002	13	-0,0000964	0,986	0,8068	0,0541868
4	1	22	0,0005209	0,887	0,8329	0,0205949	9	0,0056300	0,342	0,5940	-0,0235702	13	-0,0030162	0,530	0,4631	0,0511706
5	1	22	0,0016148	0,538	0,3220	0,0222097	9	0,0042261	0,281	0,1731	-0,0193441	13	-0,0001931	0,958	0,7532	0,0509775
6	1	22	0,0040934	0,309	0,2913	0,0263031	9	0,0014370	0,693	0,7671	-0,0179071	13	0,0059324	0,362	0,3109	0,0569099
7	1	22	-0,0029886	0,449	0,4263	0,0233145	9	0,0015537	0,820	0,7671	-0,0163534	13	-0,0061332	0,218	0,1520	0,0507767
8	1	22	-0,0014854	0,755	0,4651	0,0218291	9	0,0015913	0,795	0,7671	-0,0147621	13	-0,0036154	0,612	0,4216	0,0471613
9	1	22	0,0066109	0,119	0,1011	0,0284400	9	0,0008294	0,893	0,5940	-0,0139327	13	0,0106135	0,073	0,0747	0,0577748
10	1	22	-0,0009207	0,840	0,7332	0,0275193	9	0,0032817	0,628	0,7671	-0,0106510	13	-0,0038300	0,549	0,4631	0,0539448

E: Número de eventos por empresa
 N: Número de empresas
 R.A.M.: Retorno anormal (média)
 P.V.: Teste-t (P-Value)
 P.V.W.: Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)
 R.A.A.: Retorno Anormal (Acumulado)

Fonte: Elaborado pelos Autores.

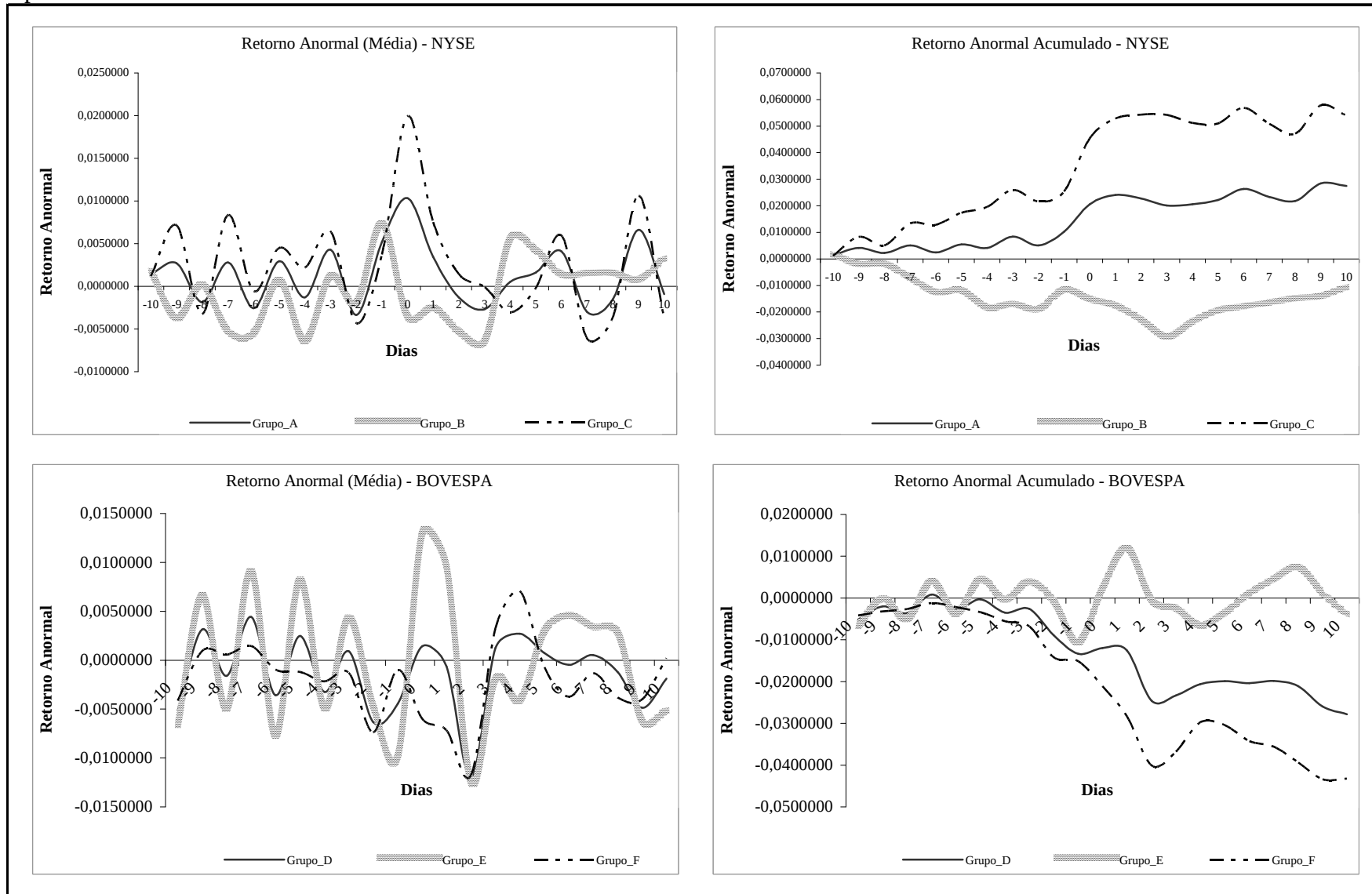
Apêndice D: Tabelas para o estudo de eventos, referente ao dados da BOVESPA

		Grupo_D					Grupo_E					Grupo_F				
Dia	E	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.	N	R.A.M.	P.V.	P.V.W.	R.A.A.
-10	1	24	-0,0051303	0,209	0,2477	-0,0051303	10	-0,0066638	0,358	0,3738	-0,0066638	14	-0,0041444	0,422	0,6832	-0,0041444
-9	1	24	0,0031362	0,233	0,3155	-0,0019941	10	0,0065742	0,286	0,1383	-0,0000896	14	0,0009261	0,657	0,6378	-0,0032183
-8	1	24	-0,0016106	0,457	0,3457	-0,0036047	10	-0,0049685	0,099	0,0504	-0,0050581	14	0,0005480	0,857	0,8753	-0,0026703
-7	1	24	0,0044331	0,126	0,1137	0,0008284	10	0,0090697	0,106	0,0661	0,0040116	14	0,0014524	0,655	0,6832	-0,0012179
-6	1	24	-0,0035928	0,292	0,2871	-0,0027644	10	-0,0076937	0,187	0,1727	-0,0036821	14	-0,0009565	0,826	0,7299	-0,0021744
-5	1	24	0,0024846	0,555	0,6051	-0,0002798	10	0,0082037	0,071	0,0661	0,0045216	14	-0,0011919	0,852	0,5509	-0,0033663
-4	1	24	-0,0032365	0,307	0,2124	-0,0035163	10	-0,0049147	0,243	0,2600	-0,0003931	14	-0,0021576	0,641	0,5098	-0,0055239
-3	1	24	0,0009115	0,754	0,4654	-0,0026048	10	0,0043527	0,394	0,2600	0,0039596	14	-0,0013008	0,722	0,9750	-0,0068247
-2	1	24	-0,0063244	0,012	0,0150	-0,0089292	10	-0,0047025	0,287	0,2600	-0,0007429	14	-0,0073671	0,022	0,0219	-0,0141918
-1	1	24	-0,0044398	0,168	0,1909	-0,0133690	10	-0,0098155	0,119	0,1094	-0,0105584	14	-0,0009840	0,782	0,7299	-0,0151758
0	1	24	0,0014181	0,786	1,0000	-0,0119509	10	0,0129567	0,162	0,1094	0,0023983	14	-0,0059996	0,329	0,2209	-0,0211754
1	1	24	-0,0006208	0,880	0,9515	-0,0125717	10	0,0095732	0,122	0,1727	0,0119715	14	-0,0071741	0,178	0,3003	-0,0283495
2	1	24	-0,0120178	0,001	0,0013	-0,0245895	10	-0,0124639	0,080	0,0661	-0,0004924	14	-0,0117311	0,005	0,0043	-0,0400806
3	1	24	0,0012385	0,743	0,6702	-0,0233510	10	-0,0019273	0,553	0,5936	-0,0024197	14	0,0032737	0,585	0,5098	-0,0368069
4	1	24	0,0027078	0,390	0,4470	-0,0206432	10	-0,0040627	0,350	0,6781	-0,0064824	14	0,0070602	0,103	0,1981	-0,0297467
5	1	24	0,0007231	0,858	0,5034	-0,0199201	10	0,0030015	0,444	0,6781	-0,0034809	14	-0,0007415	0,907	0,5936	-0,0304882
6	1	24	-0,0004728	0,881	0,6265	-0,0203929	10	0,0046147	0,256	0,3738	0,0011338	14	-0,0037433	0,410	0,3967	-0,0342315
7	1	24	0,0005345	0,854	0,8552	-0,0198584	10	0,0034292	0,565	0,5936	0,0045630	14	-0,0013263	0,671	0,5098	-0,0355578
8	1	24	-0,0012287	0,574	0,6051	-0,0210871	10	0,0028261	0,493	0,4409	0,0073891	14	-0,0038354	0,123	0,1401	-0,0393932
9	1	24	-0,0048642	0,104	0,0943	-0,0259513	10	-0,0061943	0,137	0,1727	0,0011948	14	-0,0040091	0,351	0,4326	-0,0434023
10	1	24	-0,0018795	0,595	0,4290	-0,0278308	10	-0,0051395	0,244	0,2600	-0,0039447	14	0,0002163	0,967	0,9750	-0,0431860

E: Número de eventos por empresa
 N: Número de empresas
 R.A.M.: Retorno anormal (média)
 P.V.: Teste-t (P-Value)
 P.V.W.: Teste de Sinais de Wilcoxon (P-Value)
 R.A.A.: Retorno Anormal (Acumulado)

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Apêndice E: Gráficos referentes a todos os estudos de eventos realizados



Fonte: Elaborado pelos Autores.