



UnB
Universidade de Brasília



UFPB
Universidade Federal da
Paraíba



UFRN
Universidade Federal do Rio
Grande do Norte

Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis

ELIANE DA SILVA FELIPE

AVALIAÇÃO DA INFLUÊNCIA DE TEXTOS NARRATIVOS DE FATOS
RELEVANTES NO PREÇO DAS AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília-DF
2008

ELIANE DA SILVA FELIPE

AVALIAÇÃO DA INFLUÊNCIA DE TEXTOS NARRATIVOS DE FATOS
RELEVANTES NO PREÇO DAS AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação a ser apresentada como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília - DF
2008

Felipe, Eliane da Silva

Avaliação da influência de textos narrativos de fatos relevantes no preço das ações de empresas brasileiras / Eliane da Silva Felipe, Brasília: UnB, 2008.

70 p.

Dissertação – Mestrado

Bibliografia

1.Fatos Relevantes 2. Estudo de Eventos 3. Companhias Abertas 4. Retorno de Ações

Reitor ProTempore da Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Roberto Armando Ramos de Aguiar

Vice-Reitor da Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. José Carlos Balthazar

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação - UnB

Prof. Dr. Marco Antonio Amato

Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE /UnB

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Vice-Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da
Informação e Documentação - FACE /UnB

Prof^ª. Dr^ª. Marisa Brascher Basílio Medeiros

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA/UnB

Prof. Dr. Paulo Roberto Lustosa

Coordenador-Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-
Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

TERMO DE APROVAÇÃO

ELIANE DA SILVA FELIPE

AVALIAÇÃO DA INFLUÊNCIA DE TEXTOS NARRATIVOS DE FATOS
RELEVANTES NO VALOR DAS AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Presidente da Banca

Prof. Dr. Lúcio Rodrigues Capeletto
Membro Examinador Interno

Prof^a. Dr^a. Mariomar Sales Lima
Membro Examinador Externo

Brasília, 28 de novembro de 2008

DEDICATÓRIA

À minha avó, Adélia,

que virou estrela antes que pudesse presenciar esta conquista; mas, sei que permanecerá em minha torcida, sempre, onde quer que estejamos.

À minha mãe, Elizabeth,

luz e bálsamo incondicional em todos os momentos de minha jornada.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela presença e zelo constantes.

Aos professores do programa de mestrado, pela dedicação; em especial ao meu orientador, Dr. César Tibúrcio, pela paciência e atenção sempre disponíveis.

Aos professores membros da banca, Dr. Lúcio Rodrigues Capelletto e Dr^a. Mariomar Sales Lima, pela valiosa contribuição.

Aos funcionários da FACE e do Departamento de Ciências Contábeis da UnB, em especial à Alline e à Vera, que tão gentilmente me atenderam e ajudaram.

À professora Magdalena Depieri, pela revisão das normas da ABNT e português.

Agradeço à minha família por compreender minha ausência em momentos tão importantes para nós todos e por desempenhar sozinha, e sem protestos, tarefas com as quais deveria contribuir.

À minha mãe, Beth, pelas palavras doces nos momentos de dificuldade e pelo apoio incondicional. Por não se importar com quão difíceis ou incríveis fossem meus planos e sempre me incentivar.

A meu pai, Rivaldo, pelo amor e valores de que sempre foi exemplo.

Aos meus irmãos, Juliana e Leandro, pelas bagunças, momentos de descontração, críticas e sugestões, embora muitas vezes estas últimas não tenham sido completamente acatadas.

Agradeço aos meus amigos, e seria impossível citar todos aqui, que me incentivaram, riram, choraram, puxaram minha orelha e me abraçaram durante toda a caminhada. Especialmente à Érica, amiga de todas as horas, a quem agradeço pela impressora no meio da madrugada, pelos *e-mails* nos dias solitários, pelos livros, artigos e materiais emprestados e pelos finais de semana de estudo e descontração.

A meus colegas de curso, Ahio, Amilton, Antônio Carlos, Bruno, Edmilson, Émerson, Lorena, Michelle, Rafael, Rosane, Valmir e Vera Marleide, pela amizade, solidariedade, apoio e horas de estudo, produção de artigos e seminários.

Aos colegas Danielle, Cláudio, José Lúcio e Vinícius, por incentivos, conselhos, materiais e toda a torcida.

A meus colegas de trabalho e chefes da Embrapa, pelo apoio ao meu aprimoramento.

Meus sinceros agradecimentos a todos!

EPÍGRAFE

O que vale na vida não é o ponto de partida e sim a caminhada,
caminhando e semeando, no fim terás o que colher.

Cora Coralina

RESUMO

As decisões da administração das companhias abertas, capazes de interferir nas escolhas de acionistas, investidores, credores e demais interessados em seu desempenho, são consideradas fatos relevantes e devem ser divulgadas à medida que ocorrem, não se sujeitando a uma periodicidade específica. Como tais comunicações costumam apresentar-se sob a forma de narrativa, sem um formato pré-estabelecido, e não sofrem auditoria, é possível questionar se a linguagem utilizada nestas divulgações é capaz de interferir no valor das ações em negociação. Para investigar esta possível influência, empregou-se a metodologia de estudo de eventos para avaliar o comportamento do preço de negociação de ações de companhias abertas na Bolsa de Valores de São Paulo durante os anos de 2006 e 2007. Fatos relevantes divulgados durante estes dois anos foram extraídos dos arquivos da BOVESPA e Comissão de Valores Mobiliários e classificados, subjetivamente, em otimistas, pessimistas ou neutros, de acordo com a linguagem empregada em suas narrativas. Assim, foram investigados os comportamentos dos retornos anormais das ações referentes a 419 fatos otimistas e 79 pessimistas em períodos anteriores e posteriores às suas publicações. Observou-se uma tendência geral ao decréscimo no retorno anormal de companhias após a divulgação de fatos pessimistas, enquanto os retornos anormais ligados a fatos otimistas apresentaram variações pouco significativas. Tais observações apontam para o conservadorismo do mercado financeiro ao considerar boas e más notícias com cautela, dando maior importância aos anúncios pessimistas que aos otimistas, além de distinguir o conteúdo da linguagem nas comunicações a que é exposto.

Palavras-chaves: Fatos Relevantes - Estudo de Eventos - Companhias Abertas - Retorno de Ações.

ABSTRACT

Companies' management decisions have the ability to change the choices of shareholders, investors, creditors and others interested in its performance. This knowledge is considered relevant news and should be disclosed as it happens, but not restrained to any regular interval. The facts disclosed usually occur in the narrative form, with no pre-established format, and it's not subject to any audit inspection. This raises the issue of how the language used on these disclosures is able to affect the value of a share in the market. The approach of event study was used to conduct the study of a possible influence on the market price tendency for shares of companies listed on the *Bolsa de Valores de São Paulo*, during the years of 2006 and 2007. The press-releases disclosed during these years were extracted from the archives of *Bovespa* and *Comissão de Valores Mobiliários*, and classified subjectively as optimistic, pessimistic or neutral, according to the expression used in the narrative. The study investigates the behavior of the abnormal returns of shares in the period-enclosed prior and after the disclosure, on a total of 419 optimistic facts and 79 pessimistic. As a result, was observed a general tendency of decrease of the abnormal return of companies after the disclosure of pessimistic facts, while the abnormal returns linked to optimistic news showed no significant variation. Such observations show a conservative approach of the market, in considering good and bad news with caution, giving more importance to pessimistic announcements, rather than to optimistic ones. Furthermore, the user should be able to identify the communication essence of the expression when it is revealed.

Keywords: Press-Releases - Event Study - Companies - Stock Return.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Retorno anormal acumulado - Fatos Otimistas 2006.....	53
Gráfico 2 Retorno anormal acumulado - Fatos Pessimistas 2006.....	54
Gráfico 3 Retorno anormal acumulado - Fatos Otimistas 2007.....	55
Gráfico 4 Retorno anormal acumulado - Fatos Pessimistas 2007.....	56
Gráfico 5 Retorno anormal acumulado - maior correlação com o mercado - Fatos Otimistas 2006.....	57
Gráfico 6 Retorno anormal acumulado - maior correlação com o mercado – Fatos Pessimistas 2006.....	58
Gráfico 7 Retorno anormal acumulado - maior correlação com o mercado - Fatos Otimistas 2007.....	59
Gráfico 8 Retorno anormal acumulado - maior correlação com o mercado - Fatos Pessimistas 2007.....	60

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 Classificação de linguagem	47
Quadro 2 Classificação e janela de eventos	47
Quadro 3 Fatos classificados e cotações de ações correspondentes	48
Quadro 4 Teste de Wilcoxon.....	62
Quadro 5 Estatística - Teste de Wilcoxon.....	64

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Etapas da realização da pesquisa	42
Figura 2 Linha do tempo para estudo de evento.....	44

LISTA DE EQUAÇÕES

3.1 Retorno anormal da ação.....	50
3.2 Retorno da ação	50
3.3 Retorno da ação	50
3.4 Retorno anormal médio das ações	52
3.5 Retorno anormal médio acumulado das ações	52

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IASB	<i>International Financial Accounting Standards Board</i>
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

Sumário

1 INTRODUÇÃO	16
2 REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1 OBJETIVOS DA CONTABILIDADE.....	21
2.2 USUÁRIOS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	23
2.3 CONCEITO E CARACTERÍSTICAS DA EVIDENCIAÇÃO.....	25
2.4 FATOS RELEVANTES.....	31
2.5 TEORIA DA COMUNICAÇÃO.....	34
3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO	40
3.1 ESTUDOS DE EVENTOS.....	40
3.2 ETAPAS DO ESTUDO DE EVENTOS.....	41
3.3 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	46
3.4 RETORNO ANORMAL MÉDIO ACUMULADO.....	49
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	53
4.1 ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS ACUMULADOS.....	53
4.2 ANÁLISE DOS RETORNOS DE MAIOR CORRELAÇÃO COM O MERCADO.....	57
4.3 TESTE NÃO-PARAMÉTRICO.....	61
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	65
REFERÊNCIAS	67

1 INTRODUÇÃO

O tema a ser abordado pelo estudo baseia-se na avaliação da influência de textos narrativos, durante o processo de divulgação de fatos relevantes, de empresas brasileiras de capital aberto, por intermédio da variação no preço de suas ações.

Supostamente, a comunicação de decisões tomadas por acionistas e pelo conselho de administração de empresas seria capaz de influenciar o mercado em sua postura e suas escolhas. A partir desta suposição, é possível questionar: seria a linguagem utilizada para a divulgação de fatos relevantes um dos fatores responsáveis por tal influência, tendo capacidade de interferir no preço de ações em negociação?

Hendriksen e Van Breda (1999) ressaltam a importância da distinção entre as informações e os dados oriundos da contabilidade. Para os autores, esses dados seriam descrições ou medidas de fatos ou eventos, enquanto as informações representariam dados relevantes para quem as recebe. Dessa forma, a diferença estaria na importância da transmissão para o receptor.

Hendriksen e Van Breda afirmam, ainda, que:

[...] a informação pode ser definida como um dado que representa uma surpresa para quem o recebe. Além do mais, a informação deve reduzir incerteza, transmitir ao responsável pela decisão uma mensagem com valor superior a seu custo, e possivelmente evocar uma reação por parte do responsável pela decisão. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 99)

De acordo com tal afirmação, pode-se inferir que a qualidade da informação está relacionada à quantidade de alternativas que ela permite ao usuário descartar, alternativas estas que precisam ser mensuradas antes e após o recebimento da mensagem.

Dias Filho (2000, p.39) trata da compreensão das informações contábeis como um dos requisitos necessários para que esta cumpra bem a sua missão, defendendo a necessidade de uma comunicação eficaz entre a empresa e os agentes com os quais ela interage (tais como acionistas, clientes, fornecedores, empregados, entidades governamentais etc.), de forma a garantir a qualidade de suas decisões e apoiar a melhoria da evidência contábil. Para tal autor, “a função nuclear da Contabilidade é identificar, mensurar e comunicar informações destinadas a facilitar a tomada de decisões econômicas”. Assim, a linguagem utilizada deve ser desmistificada e simplificada, garantindo a ampla compreensão e interpretação similar tanto por parte de seus difusores quanto por parte de seus usuários.

Dias Filho e Nakagawa (2001) apontam os conceitos da Teoria da Comunicação como capazes de desenvolver e aprimorar metodologias, permitindo o desenvolvimento da terminologia empregada na evidenciação contábil, de modo a ajustá-la às necessidades de seus usuários. Da mesma forma, o modelo preconizado por Shannon (1962) em sua Teoria Matemática da Comunicação, composto por elementos como mensagem, emissor, canal, receptor e destinatário; ou mesmo modelos mais simples, compostos ao menos por mensagem, emissor e destinatário, seriam referências para a Contabilidade.

Baseados nos modelos em questão, Dias Filho e Nakagawa (2001) atribuem os problemas da linguagem a falhas no processo codificação e decodificação da mensagem, uma vez que:

Ao receber informações sobre os eventos econômicos, o emissor deve interpretá-las fielmente, selecionar o conteúdo de interesse do usuário e codificá-lo de forma compreensível. Assim, verifica-se que a qualidade da comunicação depende fundamentalmente da interpretação humana: o emissor, a quem cabe definir o conteúdo e a forma do que será comunicado, e o receptor, que deverá estar apto a decodificar a mensagem. Entre os dois está a linguagem utilizada para transmitir a informação contábil. (DIAS FILHO, 2000, p.46) (grifos originais)

Assim, é possível perceber que a interpretação da informação depende tanto do emissor quanto do receptor e, especialmente no contexto contábil, a linguagem de codificação deve ter a mesma significação para ambos, de forma a permitir compreensão e avaliação comuns, proporcionando uma comunicação bem sucedida.

As empresas de Capital Aberto, ou seja, empresas que possuem ações negociadas em bolsas de valores devem divulgar informações periódicas sobre sua posição patrimonial, seu desempenho e suas atividades. Além das demonstrações financeiras, relatórios de administração e pareceres de auditoria independente, tais empresas precisam comunicar ao mercado as decisões tomadas por seus acionistas e dirigentes.

As decisões da administração das companhias, capazes de interferir nas escolhas de acionistas, investidores, credores e demais interessados, são consideradas fatos relevantes e devem ser divulgadas à medida que ocorrem, não se sujeitando a uma periodicidade específica. Segundo Silva e Fernandes (2007), os fatos relevantes diferem dos relatórios contábeis em dois aspectos principais: a periodicidade e o enfoque. Enquanto os fatos relevantes apresentam um enfoque narrativo e podem ser veiculados a qualquer momento, os relatórios contábeis enfocam valores numéricos e devem ser publicados em intervalos de tempo preestabelecidos, como trimestral ou anual, por exemplo.

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

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

A ampla divulgação de informações tempestivas e fidedignas é necessária para garantir o eficiente funcionamento do mercado de capitais, evitando que pequenos grupos sejam privilegiados pelo acesso exclusivo ou antecipado a estas informações, em detrimento de seus demais competidores (RODRIGUES, 2005). Deste modo, é importante que a pública comunicação de fatos ou atos relevantes seja feita de forma a garantir a todos os elementos do mercado uma tomada de decisão consciente, baseada na interpretação individual de informações comuns.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2008), os acionistas necessitam estar bem informados para fiscalizar a atuação dos administradores e proferir votos conscientes nas assembléias. Sobre a divulgação dessas informações, tal instituição faz a seguinte afirmação:

A divulgação dos fatos relevantes deve ser efetuada de modo claro e preciso, em linguagem acessível aos investidores, por meio de publicação nos jornais de grande circulação normalmente utilizados pela companhia, admitindo-se que tal publicação seja feita de forma resumida, com a indicação dos endereços da internet onde a informação completa estará disponível aos acionistas e demais investidores. (CVM, 2008)

É notório que o objetivo da divulgação de fatos relevantes é a garantia de condições igualitárias na competição entre todos integrantes do mercado, não devendo ser utilizada como instrumento de manipulação ou especulação. Assim, a linguagem e a forma como os textos narrativos das comunicações são redigidos precisam ser claros, objetivos e imparciais, de modo a permitir a transmissão das informações de forma não enviesada.

Estudo realizado por Li (2006) demonstra que empresas que emitem relatórios anuais mais longos tendem a empregar vocabulário mais complexo e a apresentar lucros menores. Da mesma forma, o autor identifica que empresas com melhor desempenho mantêm relatórios mais fáceis de ler. Tal trabalho sugere que a linguagem utilizada nos relatórios é escolhida de forma oportunística, tentando ocultar informações de seus investidores. Baseado na afirmação da CVM e no estudo do autor anteriormente citado, é possível supor que a forma como a

linguagem é empregada possa exercer influência sobre os investidores, afetando suas interpretações, o que refletiria no valor de negociação de ações, por exemplo. É nesta suposição que o presente estudo se norteia para investigar a relação entre os elementos lingüísticos empregados pelos textos informativos das companhias e o valor de negociação de suas ações.

Diante do exposto, este trabalho pretende responder a seguinte pergunta de pesquisa: a linguagem usada nos fatos relevantes influencia o valor das ações negociadas na bolsa de valores? Como consequência, o objetivo do trabalho é verificar se a linguagem empregada na redação de textos comunicativos de fatos relevantes exerce influência sobre o comportamento do mercado, impactando na precificação de ações negociadas em bolsa de valores brasileira.

Para identificar a relação entre a linguagem de publicações, divulgando fatos relevantes de empresas de capital aberto, e o preço de negociação de suas ações, será necessário:

- Selecionar os fatos relevantes publicados por companhias abertas durante os anos em estudo;
- Classificar os fatos relevantes em otimistas, pessimistas ou neutros, de acordo com a linguagem empregada;
- Mensurar o retorno anormal das ações das empresas sob análise, segregando-o de acordo com a classificação da linguagem das divulgações;
- Relacionar o comportamento do retorno anormal auferido com a linguagem das divulgações publicadas.

O desenvolvimento do presente estudo foi organizado em cinco capítulos, conforme descrito a seguir:

- a) Capítulo 1 – apresenta aspectos introdutórios, o problema e a relevância do estudo, objetivo geral e objetivos específicos a serem alcançados e a estrutura do trabalho;
- b) Capítulo 2 – trata do referencial teórico, em que são discutidos os principais aspectos relacionados à evidenciação, iniciando-se com a abordagem dos objetivos da contabilidade: posteriormente, serão tratados aspectos relacionados às necessidades dos usuários da contabilidade, e aos conceitos e características qualitativas da evidenciação. Por fim, o capítulo estabelece as características da evidenciação por meio de fatos relevantes, bem como, faz breve menção a estudos relacionados ao assunto;

- c) Capítulo 3 – descreve a metodologia utilizada para investigar a relação entre os fatos relevantes a o preço das ações, abrangendo a seleção da amostra e a determinação do retorno anormal médio acumulado das ações em estudo. A seleção da amostra pode ser desmembrada em: seleção e classificação de fatos relevantes, seleção de cotações das ações das empresas da amostra e de cotações do Índice Bovespa, para o período em estudo. O cálculo do retorno anormal médio acumulado é composto pelo cálculo do retorno anormal, do retorno obtido, do retorno esperado e da agregação dos retornos anormais;
- d) Capítulo 4 – aborda o comportamento das variáveis calculadas e analisa os resultados auferidos pelo estudo;
- e) Capítulo 5 – trata das considerações finais sobre o assunto pesquisado, com ênfase na resposta à pergunta problema que norteia o estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

No intuito de solidificar as bases teóricas do presente estudo, este capítulo busca a abordagem da teoria da evidenciação, enfatizando sua ligação com a contabilidade e a divulgação de informações capazes de impactar no comportamento de investidores e credores, especialmente aqueles ligados a companhias de capital aberto.

Quando for oportuno, aspectos relacionados ao problema em estudo serão abordados à luz da teoria em questão, a fim de delimitar vantagens, desvantagens e pré-requisitos necessários e aqueles utilizados na divulgação de informações pelas entidades.

2.1 Objetivos da contabilidade

Antes de iniciar a discussão sobre a forma de divulgação das informações, é conveniente estabelecer os objetivos da contabilidade e seus limites.

Iudícibus(2000) defende que o objetivo da contabilidade é a provisão de informações úteis à tomada de decisões econômicas. Para o autor, o objetivo precípua da contabilidade permaneceu inalterado ao longo das últimas décadas, embora o tipo de usuário e o nível de informação requerida tenham sofrido variações substanciais, representando constantes desafios ao cumprimento da missão da ciência contábil. A esse respeito, é feita a seguinte consideração:

(...) o objetivo da contabilidade é fornecer aos usuários, independente de sua natureza, um conjunto básico de informações que presumivelmente, deveria atender igualmente bem a todos os tipos de usuários, ou a Contabilidade deveria ser capaz e responsável pela apresentação de cadastros de informações totalmente diferenciadas, para cada tipo de usuário. (IUDÍCIBUS, 2000, p. 19)

Edwards e Bell (1962) também defendem a centralização dos objetivos contábeis no fornecimento de informações úteis; no entanto, sob sua ótica, a reunião dos dados contábeis é vista como meio de avaliação de decisões passadas e métodos empregados. Nesse caso, a análise de dados passados é utilizada tanto para a orientação de gestores na tomada de decisões frente a um futuro incerto, quanto para subsidiar a avaliação de desempenho da empresa e de sua gestão por usuários externos. Nota-se a ênfase, por parte desses autores, à importância da comunicação de fatos passados não somente aos gestores (usuários internos), como também a usuários externos (acionistas, credores, bancos, agentes governamentais etc.), para que esses possam melhor julgar as atividades da empresa. Pressupõe-se que os usuários internos disponham de informações suficientes para embasar seus julgamentos, em detrimento

daqueles externos à empresa (EDWARDS; BELL, 1962). Assim, cabe à contabilidade a redução dessa assimetria de informação.

No caso das companhias abertas, dados relativos a negociações financeiras, fusões, cisões, incorporações, alterações de estrutura acionária e tantas outras atividades são capazes de remontar a cenários e decisões passados, contribuir para o julgamento, não somente de administradores, como também de acionistas e demais usuários externos e, assim, influir em suas decisões econômicas, como foi sugerido anteriormente.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2008) “o menor ou maior grau de risco em que incorre o investidor no mercado de valores mobiliários vai depender, fundamentalmente, do nível de informações de que ele disponha sobre o tipo de operação de que deseje participar”. A divulgação ampla e tempestiva sobre as companhias e o mercado de valores mobiliários deve ser assegurada de forma a garantir que a competição ocorra na interpretação das informações e não no esforço para acessá-las de forma privilegiada.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 120) consideram que “o objetivo da contabilidade é fornecer um conjunto de relatórios financeiros para usuários indeterminados com relação à riqueza ou transações econômicas da empresa”. Assim, a partir dos dados disponibilizados, cada usuário deve enfatizar as informações que lhes forem mais relevantes no embasamento de suas ações.

Para Malacrida e Yamamoto (2006, p.3):

(...) pode-se considerar como objetivo central da contabilidade o fornecimento de informações úteis aos seus usuários, no intuito de que possam tomar decisões adequadas, pois é através do processo de evidenciação que a contabilidade busca atender a seus usuários, à medida que os fatos econômicos relevantes são divulgados de forma adequada, justa e plena, seguindo procedimentos contábeis uniformes e consistentes e em uma linguagem simples e que lhes seja acessível.

É consensual que a contabilidade busca atender às necessidades dos usuários, suprindo-os de informações relevantes. No entanto, as expectativas e necessidades do vasto número de interessados na informação contábil não são estáticas, tão pouco fáceis de identificar.

A esse respeito, Dalmácio e Paulo (2004, p.3) sintetizam: “Em comum, todos os conceitos de objetivos abordados nesse tópico, referem-se aos usuários. Portanto, a contabilidade deve atendê-los, prioritariamente, com informações que lhes interessem; o difícil é conhecer o modelo decisório de cada usuário.”

2.2 Usuários da informação contábil

Como o objetivo da contabilidade está intimamente ligado ao atendimento das necessidades de informações de seus usuários, é importante delimitar quem são esses usuários e seus principais interesses.

Ao contrário do que se possa imaginar, geralmente, os usuários não recebem passivamente a informação contábil sem influenciar seu conteúdo ou qualidade da mesma. Sua participação nas escolhas realizadas pela contabilidade e opções feitas pelo contador é inegável, demandando informações comparáveis para o estabelecimento de relações tanto entre períodos distintos em uma mesma entidade como entre diferentes entidades (NIYAMA; SILVA, 2008).

Cada empresa é capaz de gerar um vasto número de informações interessantes para diferentes grupos de pessoas e instituições. Os usuários dessas informações podem ser seus próprios administradores, empregados, credores, investidores, fornecedores, clientes, órgãos governamentais ou mesmo a comunidade em geral:

Por exemplo, usuários sofisticados poderiam considerar alguma informação irrelevante porque já a conhecem. Os usuários sofisticados poderiam considerar informações complexas mais relevantes do que os novatos. Assim sendo, a natureza do usuário é um fator determinante crucial para a decisão a respeito da decisão a ser divulgada. Como a inteligibilidade ou a compreensão da informação proposta depende da natureza do usuário, esta característica é classificada como específica do usuário. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p.95)

O Comitê de Pronunciamento Contábil – CPC, afirma que, além de responsável pela elaboração de demonstrações contábeis, a administração de uma entidade também se comporta como usuária da informação:

A Administração da entidade tem a responsabilidade primária pela preparação e apresentação das suas demonstrações contábeis. A Administração também está interessada nas informações contidas nas demonstrações contábeis, embora tenha acesso a informações adicionais que contribuem para o desempenho das suas responsabilidades de planejamento, tomadas de decisões e controle. A Administração tem o poder de estabelecer a forma e o conteúdo de tais informações adicionais a fim de atender às suas próprias necessidades. (CPC, 2008, p.7)

As empresas de capital aberto possuem, como seus principais interessados, os acionistas e investidores que precisam prever o desempenho futuro da instituição e antecipar suas decisões de forma a preservar seus interesses. A publicação de informações direcionadas a esses usuários é capaz de reduzir, por exemplo, o custo de captação de recursos por meio de

títulos públicos, embora não seja a forma menos onerosa de elevar o preço de ações lançadas ao mercado (GORE; SACHS; TRZCINKA, 2003):

Informação pode fazer a diferença para decisões, aprimorando as capacidades de previsão de tomadores de decisões ou confirmando ou corrigindo suas expectativas anteriores. Normalmente, informações fazem os dois ao mesmo tempo, porque conhecimentos sobre o resultado de ações já tomadas geralmente irão aprimorar habilidades de tomadores de decisões de prever resultados de ações semelhantes no futuro. Sem um conhecimento do passado, as bases para uma previsão normalmente serão perdidas. Sem um interesse no futuro, o conhecimento do passado é estéril. (FASB, 1980, p. 25-26) (Tradução nossa).¹

Desta forma, à medida que acionistas recebem informações sobre a companhia, conhecem melhor suas tendências e aprimoram sua capacidade de predição, tomando decisões mais conscientes e melhor fundamentadas.

Em 2008, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, criado em 2005 pelo Conselho Federal de Contabilidade – CFC, publicou a estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Tal pronunciamento visa estabelecer conceitos que possam fundamentar a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis, sem, contudo, atender a necessidades específicas de um grupo de usuários (CPC, 2008).

Embora outros conceitos e modelos possam ser utilizados para a obtenção de informações úteis, a estrutura conceitual estabelecida pelo CPC objetiva o embasamento de demonstrações capazes de atender às necessidades da maioria dos usuários, proporcionando-lhes decisões como:

- (a) decidir quando comprar, manter ou vender um investimento em ações;
- (b) avaliar a Administração quanto à responsabilidade que lhe tenha sido conferida, qualidade de seu desempenho e prestação de contas;
- (c) avaliar a capacidade da entidade de pagar seus empregados e proporcionar-lhes outros benefícios;
- (d) avaliar a segurança quanto à recuperação dos recursos financeiros emprestados à entidade;
- (e) determinar políticas tributárias;
- (f) determinar a distribuição de lucros e dividendos;
- (g) preparar e usar estatísticas da renda nacional; ou
- (h) regulamentar as atividades das entidades. (CPC, 2008, p. 3)

Esta estrutura aborda questões relacionadas às demonstrações contábeis, como: seus objetivos, características qualitativas que determinam a utilidade das informações que estas

¹ “Information can make a difference to decisions by improving decision makers’ capacities to predict or by confirming or correcting their earlier expectations. Usually, information does both at once, because knowledge about the outcome of actions already taken will generally improve decision makers’ abilities to predict the

contêm, definição, reconhecimento e mensuração dos elementos que as compõem e conceitos de capital e de manutenção do capital.

2.3 Conceito e características da evidenciação

A divulgação de informações financeiras e contábeis é também conhecida como *Disclosure*, palavra muito utilizada na língua inglesa que pode ser traduzida para o português como Evidenciação. O termo inglês é composto de duas partes: (i) “*dis*”, referente à negação de algo e (ii) “*closure*”, que conota o sentido de “fechamento”. “Assim, o *disclosure* pode ser entendido como o oposto de fechamento, significando a “abertura” da empresa por meio da divulgação de informações, garantindo a transparência corporativa diante do público e dos participantes do mercado.” (GOULART, 2003. p. 59)

Para Niyama e Gomes (1996, p. 65), o termo:

[...] diz respeito à qualidade das informações de caráter financeiro e econômico, sobre as operações, recursos e obrigações de uma entidade, que sejam úteis aos usuários das demonstrações contábeis, entendidas como sendo aquelas que de alguma forma influenciem na tomada de decisões, envolvendo a entidade e o acompanhamento da evolução patrimonial, possibilitando o conhecimento das ações passadas e a realização de inferências em relação ao futuro.

A evidenciação pode ser definida como a apresentação de informações quantitativas e qualitativas de forma a propiciar aos usuários da contabilidade a base para a tomada de suas decisões, a partir de divulgações formais da empresa. No entanto, não existe consenso sobre o conteúdo e a quantidade de informações a serem difundidas. Isso porque as necessidades dos usuários variam e, em alguns casos, a simples divulgação de informações econômicas e financeiras não é suficiente, surgindo demandas relacionadas a meio ambiente, desenvolvimento social, gestão, produtividade, dentre outras.

Diante de tantas e variadas necessidades, Dias Filho e Nakagawa (2001) afirmam que:

Os limites da evidenciação devem ser estabelecidos em função das características e necessidades dos usuários, observando-se os conceitos de relevância e materialidade, para permitir uma compreensão satisfatória de todos os elementos contábeis que possam influenciar as decisões. Desse modo, fica claro que o importante não é transmitir a maior quantidade possível de informação, mas fornecer a informação necessária, de forma compreensível, numa relação custo/benefício otimizada, para que o usuário possa alcançar melhores resultados no processo decisório. (DIAS FILHO; NAKAGAWA, 2001 p. 55)

Para definir a quantidade e os tipos de informações a serem evidenciados, Malacrida e Yamamoto (2006) citam três conceitos: o de evidenciação adequada (*adequate disclosure*), evidenciação justa (*fair disclosure*) e evidenciação plena (*full disclosure*). No entanto, autores defendem que a informação evidenciada deve apresentar as três características citadas anteriormente, sendo adequada, justa e plena. Assim, haveria a garantia de que as informações divulgadas seriam relevantes e apenas dados irrelevantes seriam omitidos (IUDÍCIBUS, 2000).

No Brasil, visando ao atendimento dos princípios fundamentais da contabilidade, observa-se a prioridade delegada à divulgação de informações econômico-financeiras e às alterações na forma de reconhecimento e mensuração de transações e eventos. Tal comportamento prioriza a essência sobre a forma e busca atender às normatizações contábeis, editadas por vários órgãos de atuação federal e reguladores de segmentos da economia (CARMO et al, 2007).

Para que dados relacionados à empresa sejam considerados informações e atendam às demandas de seus usuários, é necessário que apresentem certas características qualitativas. Estas características apresentam algumas divergências entre autores, embora não sejam excludentes. (CPC, 2008; FASB, 1980; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; IASB, 2001; IUDÍCIBUS, 2000)

O IASB apresenta a seguinte opinião sobre a caracterização das informações:

As características qualitativas são os atributos que tornam a informação proporcionada nas demonstrações financeiras útil aos utentes. As quatro principais características qualitativas são a compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade. Na prática é muitas vezes necessário um balanceamento, ou um compromisso, entre características qualitativas. (IASB, 2001, p.1) (Grifos nossos)

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999), para que a informação seja útil, é necessário que a informação seja: relevante, confiável, comparável e material; enquanto o FASB (1980) defende qualidades como relevância, confiabilidade, neutralidade, comparabilidade, materialidade e custo benefício.

O CPC (2008) considera compreensibilidade, relevância, confiabilidade e comparabilidade as quatro principais características qualitativas que tornam as demonstrações contábeis úteis aos usuários.

A seguir, as principais características citadas nos parágrafos anteriores serão abordadas com o intuito de esclarecer a necessidade e importância de seus conceitos para a informação relacionada ao mercado de ações e divulgada pela publicação de fatos relevantes.

2.3.1 Relevância

A relevância da informação contábil está relacionada à sua importância para seu destinatário. Uma informação pode ser qualificada como relevante quando possui o poder de embasar ou alterar uma decisão. Para Goulart (2003, p. 63), “pode-se conceber uma informação como relevante quando promove uma mudança de julgamento ou quando é capaz de alterar a decisão de um usuário relativamente à entidade analisada.”

Hendriksen e Van Breda (1999) associam a relevância ao valor preditivo e à oportunidade da informação. Assim, para que um conjunto de dados seja considerado informação é necessário que sirva de insumo a modelos de tomada de decisões, permitindo previsões de objetos ou eventos futuros, além de estar disponível antes de perder sua capacidade de influenciar a decisão.

No entanto, para serem considerados informação, os dados não precisam ter uma previsão clara e objetiva do que ocorrerá no futuro; basta que possam embasar os usuários na elaboração dessas previsões e, assim, suas decisões:

A informação não precisa ser ela mesma uma previsão de eventos futuros ou resultados para ser útil na formação, confirmação ou alteração de expectativas sobre eventos futuros ou resultados. Informação sobre a situação presente de recursos econômicos ou obrigações ou sobre um desempenho passado da empresa é comumente uma base para expectativas. (FASB, 1980, p.25) (Tradução nossa)²

O conhecimento de informações relacionadas a eventos passados, bem como a estratégias administrativas, pode apresentar valor preditivo para que investidores e gestores antecipem futuras perdas ou mesmo ganhos para a empresa e adotem medidas preventivas. No entanto, as informações relacionadas às empresas não podem ser consideradas isoladamente, uma vez que sofrem influências do contexto econômico ao qual se inserem, ao mesmo tempo em que são capazes de influenciá-lo.

A esse respeito, Goulart (2003, p. 65) faz a seguinte explanação, considerando o setor financeiro:

² “ Information need not itself be a prediction of future events or outcomes to be useful in forming, confirming, or changing expectations about future events or outcomes. Information about the present status of economic resources or obligations or about an enterprise’s past performance is commonly a basis for expectations”

A evidenciação dos cenários macroeconômicos em que a instituição operou -, incluindo informações sobre as oscilações de variáveis como juros e câmbio -, colabora para que o investidor não faça previsões sobre as possíveis magnitudes futuras do risco de mercado de um banco sem a devida consideração dos impactos do ambiente econômico nas medidas de VAR. O conhecimento de que elevados níveis de risco, incorridos em períodos passados, foram experimentados em momentos de grande turbulência e drásticas oscilações em preços e taxas, clarifica a realidade de que a reprodução dos mesmos padrões de risco em períodos futuros não é independente do cenário macroeconômico observado. Por outro lado, se níveis elevados de risco foram experimentados em um cenário de estabilidade, e se há expectativas de desequilíbrios no futuro, identifica-se considerável probabilidade de que, mantidas as mesmas operações bancárias, venham a ser significativamente incrementados os níveis de risco.

O mesmo ocorre no mercado de capitais, onde é importante a consideração de informações sobre o cenário macroeconômico no qual a entidade está inserida, de forma que as projeções futuras, alicerçadas por eventos passados, possuam credibilidade.

2.3.2 Confiabilidade

A informação é confiável quando não apresenta viés, representa a realidade da instituição imparcialmente, ou seja, desconsidera o interesse tanto da empresa e seus gestores quanto de quaisquer de seus usuários ao reproduzir um fato ou evento. Assim, a confiabilidade associa-se à neutralidade e a correção do que é informado.

Para ser confiável, a informação deve ser neutra e proporcionar uma representação fiel dos eventos. Para tanto, faz-se necessário estar livre de erros, o que pressupõe a correspondência entre uma medida ou descrição e o fenômeno que se objetiva representar. (GOULART, 2003 p.67)

Fatores como fidelidade de representação, verificabilidade e neutralidade podem ser consideradas premissas necessárias para o desenvolvimento da confiabilidade no que é informado. A fidelidade de representação relaciona-se à concordância entre a reprodução e o evento que essa retrata. A verificabilidade liga-se à verificação da verdade, ou seja, a informação deve ser livre de subjetividade ou viés pessoal de quem a extrai e divulga, atendo-se à realidade do fato que reproduz. Já o conceito de neutralidade, também se relaciona à ausência de viés, consistindo em evitar vieses que possam direcionar resultados, de forma predeterminada. (FASB, 1980; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999)

Essas três premissas estão intimamente conectadas entre si, uma vez que a fidedignidade trata da representação fiel de um evento, de modo que a informação represente a verdade e seja exposta de forma neutra, ou seja, sem distorções que possam influenciar decisões ou viabilizar o alcance de metas preestabelecidas.

Embora a contabilidade possua conceitos intimamente ligados à economia, as informações por ela disponibilizadas devem garantir a seus usuários a segurança de sua imparcialidade e o compromisso com a retratação da realidade. Independente da forma de mensuração dos dados utilizada, a comunicação da informação precisa estar livre de interpretações econômicas, que são de responsabilidade de seus destinatários.

Assim, no mercado ações, as interpretações econômicas devem ficar por conta dos próprios destinatários da informação, fundamentados não somente pela informação divulgada, como também, pelo cenário econômico em que esta se insere, e por comportamentos anteriores do mercado. Desta forma, é importante que credores e investidores disponham de dados fidedignos e imparciais, livres de direcionamentos econômicos, para desenvolverem suas próprias previsões sobre o desempenho da entidade e determinem seus atos, livres de qualquer influência ou direcionamento determinado para o alcance de um resultado premeditado.

2.3.3 Comparabilidade

Para que os usuários da informação possam constatar a evolução ou identificar tendências de uma entidade ao longo do tempo ou, mesmo, comparar informações de entidades diferentes, é necessário que haja comparabilidade entre os dados por elas apresentados.

A comparabilidade entre empresas, em um mesmo momento, é garantida pela uniformidade da informação, enquanto a comparação de dados de uma mesma entidade em períodos diferentes é garantida pela consistência. Assim, o objetivo perseguido pela padronização contábil visa, por meio da uniformidade, propiciar o entendimento das informações divulgadas e sua comparação, mesmo tratando-se de entidades de localidades ou setores diversos, respeitando, no entanto, as peculiaridades da realidade de cada uma delas. (FASB, 1980; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

A uniformidade é facilmente confundida com a adoção dos mesmos procedimentos contábeis, como: métodos de mensuração, classificação e elaboração de demonstrações, seguindo um mesmo modelo, por entidades diferentes. No entanto, neste caso, o objetivo é a comparabilidade para viabilizar as predições dos usuários; e, a uniformidade significa a disponibilização de informações, suficientemente semelhantes, para permiti-la, sem que seja necessária uma rígida padronização (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

A disponibilização de informações desordenadas, além de comprometer a comparação entre empresas, pode levar a análises superficiais e a construções de predições equivocadas, conduzindo a decisões arriscadas. Goulart (2003) cita como exemplo a divulgação parcial de informações no caso de análises de investimentos. Quando instituições financeiras lançam ao mercado informações sobre a rentabilidade de investimentos que disponibilizam, podem levar seus investidores a optarem pelo investimento que oferece o maior retorno. No entanto, a divulgação de informações sobre o risco destes investimentos é capaz de alterar a decisão desses usuários, mostrando-se relevante no momento da comparação.

Assim, conclui-se que a evidenciação na área de riscos pode trazer benefícios aos usuários em seus objetivos de realização de comparações entre empresas; no entanto, quando feito de forma inadequada, ao invés de beneficiar o usuário, a referida evidenciação pode ser prejudicial, ensejando comparações indevidas. (GOULART, 2003, p 73)

Para garantir a comparabilidade de dados de uma mesma entidade em períodos distintos, identificando tendências e subsidiando análises temporais, é necessária a adoção de métodos consistentes de evidenciação. Assim como no caso da uniformidade, a consistência voltada à comparabilidade não visa à padronização formal das demonstrações; destina-se sim, à essência da divulgação, de modo a propiciar informações claras e relevantes à decisão.

Se forem usados métodos ou procedimentos de mensuração diferentes, será difícil projetar tendências ou discernir efeitos sobre a empresa, de um período para outro, causados por fatores externos (mudanças de condições econômicas, ações de concorrentes etc.), ou separar as flutuações causadas por fatores econômicos internos e externos. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p 102)

É importante salientar que a consistência não tem o papel de impedir a implementação de métodos que melhor retratem a realidade da empresa. Pelo contrário, a consistência preza pela utilização de métodos que retratem de forma mais acurada possível a situação da entidade; no entanto, toda e qualquer alteração nos métodos de mensuração e bases de evidenciação, que possa ser considerada relevante, deve ser devidamente registrada e informada aos destinatários das demonstrações.

2.3.4 Materialidade

O conceito de materialidade possui íntima ligação com o de relevância, pois ambos relacionam-se a informações capazes de influenciar ou alterar a tomada de decisões. No entanto, a materialidade diferencia-se da relevância por possuir uma expressão mais quantitativa da informação e sofrer variações ao relacionar-se ao nível de detalhamento desta.

Para o FASB:

Julgamentos individuais são necessários para avaliar a materialidade na ausência de critérios impositivos ou para decidir que critérios quantitativos mínimos não são adequados em determinadas situações. A essência do conceito de materialidade é claro. A omissão ou inexatidão de um item em um relatório financeiro é material se, à luz das circunstâncias que o envolvem, a magnitude do item seja tal que é provável que o julgamento de uma pessoa razoável que utilizar o relatório seja modificado ou influenciado pela inclusão ou correção do item. (FASB 1980, p 46, tradução nossa)³

Assim, informação material é aquela que por seu vulto quantitativo é capaz de influenciar ou alterar decisões, ou, ainda, em algumas situações, sua alteração leve à necessidade de modificação de demonstrações passadas. A classificação de um dado como material também se liga a seu nível de detalhamento. Por exemplo, a divulgação de dados extremamente detalhados podem, em certos casos, representar uma informação desnecessária ao usuário e ainda dificultar suas análises e previsões. Nesses casos, é interessante que os dados sejam condensados o bastante para gerar informações materiais, ou seja, de vulto suficientemente significativo para influir nas tomadas de decisões.

2.4 Fatos relevantes

Segundo o art. 4º da Lei 6-404/76 (BRASIL, 1976), são consideradas companhias abertas aquelas que possuem valores mobiliários de sua emissão admitida para negociação no mercado de valores mobiliários. Estas empresas possuem seu capital dividido em ações e estão autorizadas a negociar em mercados de balcão ou bolsa de valores.

Tais empresas são obrigadas a divulgar periodicamente informações sobre suas atividades, por meio de demonstrações financeiras, como balanço patrimonial, demonstração de resultado do exercício, demonstração de origens e aplicação de recursos e demonstração de mutação do patrimônio líquido, parecer de auditoria independente e relatório de administração. Além de informações periódicas, as empresas com ações negociadas em bolsas de valores são obrigadas a divulgar informações relevantes, relacionadas às suas atividades, por meio de comunicados ao mercado, realizados a qualquer tempo, geralmente por meio de

³ "Individual judgments are required to assess materiality in the absence of authoritative criteria or to decide that minimum quantitative criteria are not appropriate in particular situations. The essence of the materiality concept is clear. The omission or misstatement of an item in a financial report is material if, in the light of surrounding circumstances, the magnitude of the item is such that it is probable that the judgment of a reasonable person relying upon the report would have been changed or influenced by the inclusion or correction of the item." (FASB 1980, p 46)

jornais de grande circulação e sob a forma de textos narrativos. Estes comunicados são conhecidos como fatos relevantes.

A Instrução CVM n.º 358/2002, que dispõe sobre a divulgação destes fatos relevantes pelas companhias abertas, os define do seguinte modo:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (CVM, 2002)

Tal instrução cita, ainda, doze exemplos de fatos passíveis de divulgação, devido a potenciais importâncias para o mercado. Dentre eles, podem ser citados: transferência de controle acionário ou mudança no controle; ingresso ou saída de sócio que desempenhe atividades significativas na instituição; cancelamento de registro da companhia aberta; incorporação, fusão ou cisão envolvendo a própria empresa ou ligadas; mudança de critérios contábeis; renegociação de dívidas; lucro ou prejuízo auferido; descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou recursos; impetração de concordata ou confissão de falência; propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia, dentre outras situações.

De forma geral, no Brasil, a maioria das empresas possui como administrador seu acionista controlador. No entanto, existem empresas que contam com elevadas participações de capital de investidores não associados às suas administrações (NIYAMA; SILVA, 2008):

A principal característica destes investidores é que os mesmos, além de não participarem diretamente nas decisões da empresa, não possuem todas as informações detalhadas do desempenho da empresa. A maior preocupação desses investidores é de proteger seu investimento na empresa (NIYAMA; SILVA, 2008 p.6)

Para zelar por estes interesses, o acionista tem direito de requerer informações sobre a companhia e seus administradores, fundamentais ao desempenho do papel de fiscal da gestão social e à votação consciente nas assembleias gerais (CVM, 2008). A Lei 6.404/76 impõe aos administradores de companhias abertas a imediata divulgação pela imprensa de qualquer deliberação ou fato que possa “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do

mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia” (BRASIL, 1976, art. 157).

Com o intuito de proteger os interesses dos investidores, a Comissão de Valores Mobiliários, utilizando-se da Instrução 358 de 03 de janeiro de 2002, dispõe sobre a obrigatoriedade da comunicação de eventos que possam influir em suas decisões. A instrução cita, ainda, alguns dos casos em que a divulgação destas informações faz-se necessária e faculta ao administrador ou acionista controlador a comunicação caso estes entendam “que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia” (CVM, 2002).

Outra exigência é a publicação do fato relevante em jornal de grande circulação, habitualmente utilizado pela companhia, o que pode ocorrer de forma resumida, desde que expresse o sítio de divulgação de seu conteúdo integral na *internet* e seu conteúdo mínimo apresente o mesmo teor daquele remetido à CVM e bolsa de valores.(CVM, 2002)

Apesar da discriminação, pela CVM, de alguns eventos considerados relevantes e passíveis de comunicação ao mercado, é a própria empresa que determina o que irá divulgar (PEREIRA, 2008). Além disso, não há regulamentação que determine a periodicidade para que companhias abertas divulguem fatos relevantes. Estes devem ser comunicados tão logo ocorram os eventos que noticiam e atuam como instrumento de constante comunicação entre as empresas e seus acionistas e investidores. Tal preocupação com a ampla e imediata divulgação de fatos é uma forma de reduzir a assimetria da informação (PEREIRA, 2008).

Outra característica da demonstração em questão relaciona-se à ausência de padronização de leiaute e linguagem. Diferentemente da maioria das demonstrações contábeis obrigatórias, os fatos a serem noticiados são apresentados sob a forma narrativa, embora seja facultada a utilização conjunta de dados numéricos e outros recursos gráficos e visuais. Desta forma, a auditoria destas informações financeiras torna-se inviável, o que facilita sua utilização para viabilizar a manipulação de seus usuários.

Com tais características, estes comunicados apresentam grande divergência de estrutura e linguagem entre si, dificultando análises e interpretações por parte de seus destinatários e tornando necessário o emprego de técnicas diferentes das normalmente utilizadas na decodificação dos demais dados contábeis. Além disso, o livre emprego da linguagem possibilita que os usuários da informação sejam influenciados ou, mesmo induzidos em suas interpretações e, conseqüentemente, em suas decisões.

Beattie, McInnes e Fearnley (2004) afirmam que a popularização das divulgações voluntárias pelas empresas decorre da crescente necessidade de informações, que atendam às demandas de investidores e credores, voltadas para aspectos relacionados ao futuro, e às questões de natureza não financeira. Desta forma, a evidenciação voluntária complementaria o conteúdo de relatórios e demonstrações de caráter obrigatório, voltados para informações passadas, quantificações e dados financeiros, garantindo, assim, o atendimento às necessidades tanto do mercado quanto da transparência e confiabilidade da empresa.

Assim como as divulgações voluntárias, as evidenciações por textos narrativos apresentam divergências quando comparadas em suas abrangências e profundidade delegada ao assunto que abordam, o que dificulta estudos relacionados à mensuração de suas extensões e qualidades de informações. Tais dificuldades acentuam-se ao tentar isolar variáveis como orientação temporal e atributos financeiros, não financeiros, qualitativos e quantitativos contidos em unidades textuais das divulgações. A ausência de convergência a um padrão unificado não só dificulta ou inviabiliza o desenvolvimento de pesquisas, como, também, a comparação entre entidades, setores industriais/comerciais, países e o monitoramento de variáveis ao longo do tempo.

As limitações e deficiências anteriormente citadas delegam às pesquisas a preocupação com o desenvolvimento de novas formas práticas de evidenciação, de modo a garantir a identificação da qualidade da evidenciação, bem como, o desenvolvimento de possíveis índices de mensuração. A construção de um perfil comum de evidenciação atende à necessidade do mercado de uma ferramenta prática que permita a avaliação de práticas adotadas no dia a dia (BEATTIE; MCINNES; FEAMLEY, 2004). Assim, torna-se possível a comparação entre companhias, setores e países, além de testes mais aprofundados em questões pesquisadas sobre comunicações narrativas

A difusão de informações voluntárias, bem como, a liberdade de escolha da linguagem empregada em suas redações e sua possível influência sobre quem os lê, têm servido de inspiração para várias pesquisas, como estudos sobre legibilidade, assimetria de informações, evidenciação voluntária etc.

2.5 Teoria da comunicação

A utilização da Teoria da Comunicação no desenvolvimento de diversas áreas da ciência, como psicologia, lingüística e biofísica, levou Bedford e Baldouni (1962) a

defenderem a utilização de sua estrutura básica na descrição do processo contábil, o que seria capaz de contribuir para a expansão de áreas de pesquisas inseridas na contabilidade.

Para Bedford e Baldouni (1962), a contabilidade pode ser vista como um sistema integrado ao processo de comunicação ou como uma função desse processo; e, assim como a comunicação, possui duas dimensões principais, uma relacionada à observação e outra atrelada à produção. A dimensão observacional compreende a recepção da informação sobre um evento econômico da empresa, sua decodificação (interpretação) e a seleção da informação a ser comunicada, enquanto a dimensão produtiva inclui a codificação da informação como mensagem e sua transmissão aos destinatários.

Na contabilidade, a mensagem é levada a seu destinatário por meio das demonstrações contábeis e publicações informando eventos econômicos e administrativos que envolvem a empresa. Desta forma, cabe ao responsável pela elaboração dessas publicações, frequentemente o contador, a decisão sobre o quê informar e como informar ao usuário. Assim, a decisão tanto do conteúdo como do meio a ser utilizado, ocorre após a identificação das necessidades do usuário e, posteriormente, estabelece-se o melhor meio a ser utilizado para que a mensagem seja clara e fiel à realidade, além de relevante a seu destinatário.

Verrecchia (2001) não considera a Teoria da Comunicação bem definida ou unificada, por esta não possuir um paradigma central ou mesmo uma premissa clara e sólida, capaz de alicerçar pesquisas subsequentes e uma única interpretação para o termo. Tal teoria melhor se caracterizaria como a mistura eclética de variados modelos, altamente específicos e de base econômica, que se dispõe a examinar pequenas partes do vasto “quebra-cabeças” que compreende a evidenciação. Esses modelos estabelecem ligações entre demonstrações financeiras e conseqüências econômicas inerentes às atividades desempenhadas, sem as quais a contabilidade financeira reduzir-se-ia a meras divulgações de opiniões e regras contábeis, desprovidas de qualquer motivação econômica. A caracterização dos mesmos como ecléticos pode ser justificada pela abrangência da evidenciação, que frequentemente abarca ao menos três diferentes literaturas, a contábil, a financeira e a econômica, apresentando características de todas elas. (VERRECHIA, 2001)

Ainda segundo Verrecchia (2001), a pesquisa da evidenciação em contabilidade pode ser classificada em três categorias principais, baseadas na associação, descrição ou eficiência. A primeira categoria, nomeada “*association-based disclosure*”, estuda a associação de evidenciações exógenas com a mudança ou interrupção do comportamento apresentado por

investidores, que competem no mercado de capitais, por meio da avaliação do comportamento de preços de equilíbrio de ações e volumes negociados.

O estudo em questão demonstra que quando a obtenção de informações privadas é exógena, as relações entre evidenciação, preço de ações e volume negociado alteram-se. Isto porque a antecipação pública de informações é capaz de alterar o incentivo aos investidores na busca de informações novas e exclusivas, impactando, assim, preço e volume de negociação, no momento da divulgação da informação. Tal observação acentua-se com a heterogeneidade do custo de aquisição da informação privada entre os investidores. Os modelos empregados neste caso são “fluentes”, robustos e partem da hipótese de que a evidenciação é exógena.

A segunda categoria, “*discretionary-based disclosure*”, investiga como administradores ou empresas exercem o poder discricionário ao divulgar informações que detêm. Tal vertente trata a evidenciação como um fator endógeno, considerando que administradores/empresas incentivem a divulgação de informações que detêm, e que os estudos aconteçam no contexto do mercado de capitais, onde o mercado é tratado com o usuário da informação.

A principal conclusão desse estudo (VERRECHIA, 2001) é a verificação de que, na presença de custos ou incertezas, administradores preferem evidenciar informações sobre o valor da empresa a retê-las, mesmo que agentes externos sejam capazes de compreender a eventual omissão dessas informações. A literatura relata, ainda, a tendência histórica de a economia incentivar, por iniciativa dos administradores, a evidenciação voluntária. Ponto forte que, segundo o autor, sobrepuja pontos fracos, como a preferência das empresas por modelos e premissas, que maximizem o valor corrente de mercado e os resultados dos relatórios, o fato de na literatura os resultados serem altamente sensíveis às premissas e a ineficiência de estratégias discricionárias quando empregadas a empresas que optam por não evidenciar.

A terceira abordagem, ou “*efficiency-based disclosure*”, discute as formas de evidenciação mais indicadas na falta de conhecimento prévio da informação, examinando opções incondicionais inseridas no contexto do mercado de capitais, onde ações individuais, agentes de maximização do bem-estar, são endógenas. Tal abordagem verifica a existência de grande potencial ao estabelecer ligações entre a evidenciação e a redução da assimetria da informação. No entanto, estabelecer tal relação em estudos empíricos não é tarefa fácil, pois essa ligação, normalmente, não é evidente, embora as pesquisas não a ignorem.

Para que a relação entre a divulgação de informações financeiras e a reação do mercado de capitais seja estabelecida, é necessário que as informações sejam corretamente disponibilizadas, de forma que seu receptor tenha acesso fiel e integral ao fato retratado. Nesse processo, o código, ou seja, a linguagem utilizada para transportar o conteúdo da mensagem deve ser de domínio de ambos, tanto do emissor quanto do receptor.

2.6 Comunicações narrativas

Assim, uma das pretensões da comunicação é que a mensagem recebida pelo leitor seja interpretada de acordo com as intenções do remetente. Mas, em comunicações narrativas, elementos como conteúdo, formato, organização e estilo podem ajudar ou atrapalhar a compreensão do leitor. (COURTIS, 1998)

O nível de dificuldade associado à leitura de um texto, também conhecido como legibilidade, associa-se principalmente ao estilo empregado em sua redação. Para estimar-se a legibilidade, utiliza-se como índice a extensão de frases e palavras, valendo-se da contagem de palavras e sílabas ou letras que as compõem. (COURTIS, 1998; SILVA; FERNANDES, 2007).

Embora tanto a compreensibilidade quanto a legibilidade sejam utilizadas para avaliação da dificuldade de textos (CLATWORTHY; JONES, 2001), é importante enfatizar a diferenciação entre esses dois termos. A legibilidade está diretamente ligada à dificuldade da leitura de um texto, ou seja, trata-se de um aspecto relacionado ao estilo escolhido para a comunicação escrita. Já, a compreensibilidade relaciona-se ao conteúdo do texto e do leitor, pois consiste na capacidade deste último entender o que lhe está sendo informado.

Vários trabalhos foram desenvolvidos inspirados na análise de legibilidade e compreensibilidade de comunicados narrativos na área contábil (COURTIS, 1998; CLATWORTHY; JONES, 2001; JONES, 1996; LI, 2006; SILVA; FERNANDES, 2007; SILVA; COSTA; RODRIGUES, 2005)

Courtis (1998) avaliou a variação de legibilidade de pronunciamentos de presidentes de 120 companhias, listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, em seus relatórios anuais. O estudo demonstrou que as primeiras 100 palavras das narrativas eram as mais fáceis de ler; e, as mais difíceis, as 100 palavras centrais do texto. As 100 palavras finais foram consideradas com média dificuldade de leitura.

Clatworthy e Jones (2001) investigaram a variação da legibilidade em relatórios anuais de companhias inglesas e constatam a sua presença tanto em diferentes sessões dos relatórios quanto dentro de uma mesma sessão. No entanto, não foi confirmada a tese de Courtis (1998) sobre utilização, pelos administradores, da variação de legibilidade para ofuscar más notícias. Embora ambos os trabalhos concordem que a parte inicial dos relatórios sob análise apresenta maior legibilidade que suas outras sessões, Courtis (1998) sugere que a apresentação de “más notícias”, na parte central dos relatórios, que apresenta menor legibilidade que a parte introdutória, seja estratégia para chamar menos atenção dos leitores a respeito dessas informações. Clatworthy e Jones (2001) atribuem tal variação, de uma sessão a outra, à estrutura adotada na redação das narrativas, que possuem uma temática comum. Para eles, os administradores possuem a tendência de apresentar, na introdução dos relatórios, explanações gerais sobre os resultados auferidos durante o ano, de forma mais abrangente e fácil de ler que os assuntos tratados nas sessões seguintes.

Li (2006) aplicou testes de legibilidade a relatórios de administração e verificou que empresas com menor lucratividade tendem a apresentar relatórios com menor legibilidade. Seus estudos também evidenciam a tendência de relatórios de empresas que apresentam maior legibilidade à lucratividade persistente. Nenhuma relação entre a qualidade do lucro e da evidenciação foi estabelecida.

No Brasil, Silva, Costa e Rodrigues (2005) analisaram o grau de legibilidade e compreensibilidade dos relatórios anuais de companhias de capital aberto, do setor de energia elétrica brasileiro. O estudo verificou que pouco mais de um terço das empresas analisadas apresentaram nível satisfatório de legibilidade em seus relatórios, embora, em um dos anos avaliados, cerca de um terço dessas tenha apresentado demonstrações consideradas de difícil leitura. Nesse mesmo ano, apenas uma empresa teve seu relatório classificado como satisfatório quanto ao nível de compreensibilidade. Durante todo o período avaliado, 40% das companhias tiveram relatórios classificados como pouco compreensíveis e 57% como satisfatórios.

Silva e Fernandes (2007) desenvolveram estudos de legibilidade aplicados a fatos relevantes, publicados durante os anos de 2002 a 2006, por companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, segregadas de acordo com o nível de governança corporativa que adotam. Os resultados demonstram a maior legibilidade dos fatos divulgados por empresas com governança corporativa em relação às outras. No entanto, a adesão de empresas às práticas de governança corporativas não pode ser associada à elevação do nível de

legibilidade de seus comunicados, bem como o aumento no nível de implementação das práticas de governança não possui relação direta com a melhoria da legibilidade.

Dias Filho e Nakagawa (2001) discutem a extensão do nível de compreensão dos usuários das evidenciações contábeis. Além da utilização de termos técnicos, os autores atentam para a atribuição de novos significados às palavras de uso comum, transformando-as em termos técnicos contábeis, nem sempre compreensíveis aos usuários. Por isso, antes da elaboração das informações a serem divulgadas, os administradores devem “procurar reconhecer as necessidades de cada estrato de usuário e avaliar sua habilidade em interpretar a informação adequadamente” (DIAS FILHO; NAKAGAWA, 2001 p. 55). Não significa que a contabilidade deva alterar sua linguagem de acordo com cada tipo de usuário que possua, pois tal procedimento seria inviável. Dias Filho (2000) sugere que características médias dos usuários sejam identificadas, assim como os elementos mais significativos no processo de comunicação contábil, uma vez que valores e objetivos costumam ser compartilhados por grupos com interesses comuns.

Agrega-se a isso, a possibilidade de as informações sofrerem distorções de origem semântica, desde o momento em que são produzidas. Tais distorções podem ser explicadas pelos diferenciados níveis de interpretação dos eventos e compreensão dos princípios, normas e práticas contábeis por parte daqueles que elaboram as informações.

Deste modo:

[...] o mínimo que se pode afirmar sobre a qualidade das informações geradas e que um mesmo evento econômico pode estar sendo relatado de diversas maneiras, tanto no aspecto qualitativo como no quantitativo. Diante disso, a informação perde significado como instrumento de apoio ao processo decisório, ainda que seu destinatário consiga compreendê-la adequadamente, haja vista que a fidelidade na representação dos fatos e a uniformidade ficaram prejudicadas. (DIAS FILHO; NAKAGAWA, 2001 p. 55)

A partir das conclusões dos citados estudos sobre legibilidade e compreensibilidade de divulgações narrativas e reações do mercado acionário diante da divulgação de informações, é possível questionar a influência da divulgação de fatos relevantes sobre o preço de negociação das ações de uma companhia.

3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

A metodologia consiste em análise de caso empírico, utilizando-se de método hipotético-dedutivo, ou seja, o método irá buscar a confirmação ou refutação de hipótese por meio de estudos realizados com fatos observáveis.

3.1 Estudos de eventos

O estudo sobre a reação do mercado financeiro à divulgação de informações contábeis teve sua origem nos anos de 1960 em dois trabalhos fundamentais para a pesquisa contábil: *'An Empirical Evaluation of Accounting Numbers'*, de Ray Ball e Philip Brown, e *'Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure'*, de Willian Beaver, ambos no ano de 1968. Ball e Brown (1968) avaliaram a utilidade das informações contábeis sobre sinais de lucro, examinando seu conteúdo e momento de divulgação. Assim, investigou-se a relação existente entre o retorno anormal de negociações de ações e a divulgação de sinais de lucro anormal por empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Constatou-se que o resultado anual de uma empresa é capaz de refletir toda a informação divulgada sobre seu lucro durante esse mesmo ano. No entanto, o resultado anual não pode ser segregado de modo uniforme ao longo do tempo, uma vez que a maior parte de seu conteúdo origina-se de períodos de maior volume de divulgações de informações, como, por exemplo, nos momentos de divulgações de demonstrações trimestrais.

O estudo de Beaver (1968) investigou a associação de dividendos financeiros e alterações em preços de ações à predição de falências de empresas. O estudo buscou a relação entre a reação do mercado a notícias sobre dividendos e sua possível relação com falências futuras, alcançando duas constatações principais: 1) investidores reconhecem e reagem a novas condições de solvência de empresas sujeitas à falência; 2) os preços de negociação de ações alteram-se com a utilização de dados sobre dividendos para fundamentar análises e predições de investidores. Assim, informações sobre dividendos compõem o preço das ações de uma empresa; e Beaver conclui que a divulgação de informações é capaz de influenciar decisões de acionistas.

Posteriormente, vários trabalhos foram desenvolvidos com o intuito de relacionar variáveis contábeis aos preços das ações, tanto em mercados internacionais quanto no brasileiro. Lopes *et al* (2005) afirmam que a importância destas pesquisas reside no fato de o

mercado de capitais favorecer o teste de práticas contábeis e a observação da reação do mercado às informações contábeis. A esse respeito, os citados autores afirmam:

A importância dessa linha de pesquisa deve-se ao fato de que os mercados de capitais representam um ambiente no qual possam ser testadas as práticas contábeis, observando as alterações dos preços dos ativos em relação à divulgação das informações elaboradas pela Contabilidade. Seguindo esse raciocínio, a pesquisa em mercados de capitais possibilita o teste e a elaboração de hipóteses sobre um dos objetivos da Contabilidade, o de fornecer informações relevantes para os seus usuários. (LOPES *et al* 2005, p.47)

No Brasil, vários autores dedicaram-se a pesquisar a influência das informações contábeis sobre o preço das ações, ou seja, a relacionar a reação do mercado à divulgação das informações. Percebe-se que a metodologia mais utilizada por eles é o Estudo de Evento, que, segundo Lamounier e Nogueira (2007, p.1): “[...] é a metodologia que procura mensurar o impacto de uma informação pública, divulgada em um dado momento, no comportamento dos preços dos títulos.” Ainda, segundo estes autores, o estudo de eventos “visa, a partir da hipótese de que os mercados sejam eficientes, mensurar o impacto da divulgação de uma dada informação no valor da empresa, mais especificamente no comportamento dinâmico dos preços e dos retornos dessa firma nos mercados financeiros.”

Uma pesquisa realizada no Google Acadêmico (GOOGLE), em setembro de 2008, indicou existirem quase 300 artigos com o termo “estudo de eventos”; e, mais de 15.200, com o termo “*event-study*”.(GOOGLE, 2008) Este fato mostra a existência de um grande número de pesquisas nessa área. Neste trabalho, o estudo de evento é a metodologia que será adotada para verificar a questão da comunicação através de fatos relevantes.

3.2. Etapas do estudo de eventos

Na adoção do estudo de eventos, seguiram-se as etapas de desenvolvimento de estudos empíricos, descritas por Mackinlay (1997) e adotadas por Pereira (2006), conforme demonstradas na figura 1.

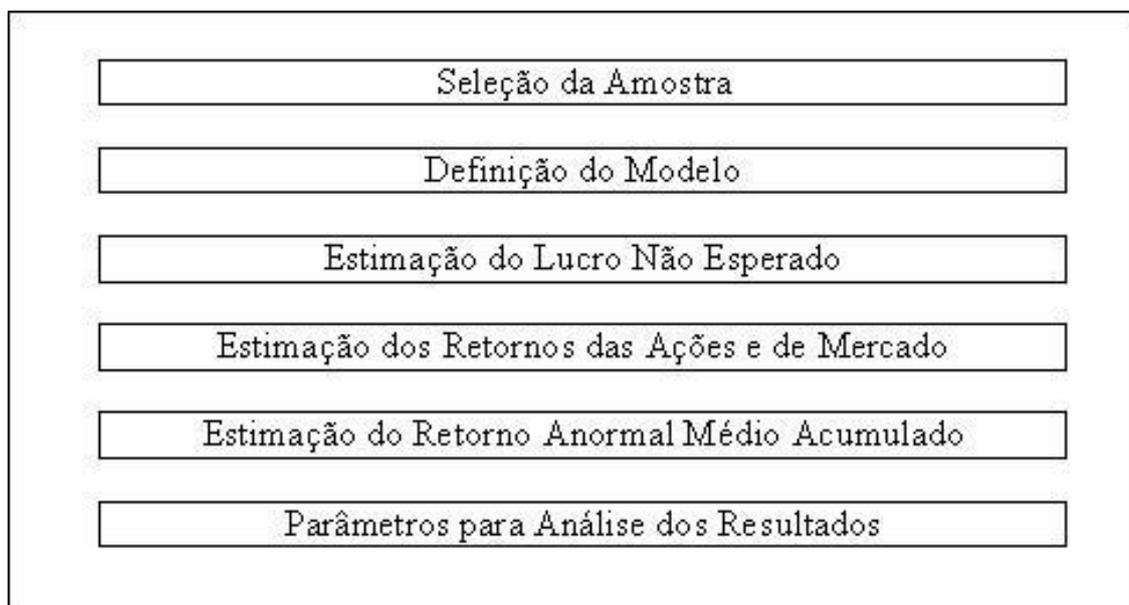


Figura 1: Etapas da Realização da Pesquisa
 Fonte: Adaptação de Pereira (2006) e Mackinlay (1997)

Para Mackinlay (1997), o estudo de eventos pode ter inúmeras aplicações nas pesquisas em contabilidade e finanças, podendo ser aplicado a uma variedade específica de empresas e amplos eventos econômicos, por exemplo: fusões, aquisições, anúncios de ganhos, novas dívidas ou subscrição de capital, e anúncio de variáveis macroeconômicas:

[...] Usando os dados do mercado financeiro, um estudo de eventos mede o impacto de um evento específico sobre o valor de uma empresa. A utilidade de tal estudo vem do fato de que, dada a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente nos preços das ações. Assim, uma medida de impacto econômico de um evento pode ser construída utilizando preços de ações observados ao longo de um período de tempo relativamente curto [...] (MACKINLAY, 1997, p.13) (Tradução nossa)⁴

Ainda, segundo o autor, tal estudo é amplamente aplicado a outras áreas em que, na maioria das vezes, o foco é o efeito de um evento sobre o preço de determinados valores mobiliários de uma empresa. Como exemplos citam-se a mensuração do impacto de valores de uma empresa mediante alteração em seu ambiente regulatório e a avaliação de danos relacionados à responsabilidade legal; ambos os casos aplicados à área do direito.

Cyree e Degennaro (2001) consideram incontestável o valor do método tradicional de estudo de eventos e, embora citem pesquisas em que seus autores tenham desafiado a abordagem tradicional, afirmam que o método é suficientemente robusto para identificar retornos anormais médios.

⁴ *Using financial market data, an event study measures the impact of a specific event on the value of a firm. The usefulness of such a study comes from the fact that, given rationality in the marketplace, the effects of an event will be reflected immediately in security prices. Thus a measure of the event's economic impact can be constructed using security prices observed over a relatively short time period.*

Esses autores descrevem, ainda, os principais passos para a utilização da metodologia:

Os métodos de estudo de eventos tradicional utilizam um procedimento de três etapas. Primeiro, o pesquisador seleciona um modelo de retorno. Segundo, ele calcula o retorno anormal durante o intervalo de evento como a diferença entre o retorno realizado e o retorno esperado condicionado por esse modelo. Finalmente, ele avalia o significado estatístico desses retornos anormais em uma das várias maneiras. (CYREE; DEGENNARO, 2001, p.1) (Tradução nossa)⁵

Outro importante passo para iniciar o processo de estudo em questão é a determinação do evento e de sua data de ocorrência. A partir dessa data, estabelece-se o período relevante para a análise dos retornos anormais, a chamada janela de eventos.

A tarefa inicial ao realizar um estudo de evento é definir o evento de interesse e identificar o período durante o qual os preços dos títulos das empresas envolvidas neste evento serão analisados – janela de evento.[...]. É comum definir a janela de evento maior do que o período específico de interesse. Isso permite análise dos períodos em torno do evento. Na prática, o período de interesse é muitas vezes expandido em vários dias, incluindo ao menos o dia do anúncio e o dia após o anúncio. [...]. Os períodos antes e depois do evento também podem ser de interesse. Por exemplo, no caso de anúncios de ganhos, o mercado pode adquirir informações sobre os ganhos antes do anúncio real e alguém pode investigar essa possibilidade examinando retornos pré-evento. (MACKINLAY, 1997, p. 14-15) (Tradução nossa)⁶

Assim, a janela de eventos compreende um período anterior e um posterior à data efetiva do evento, durante o qual a reação do mercado é analisada. O intervalo anterior ao evento é utilizado para que a análise considere possíveis reações a informações conhecidas antes da divulgação oficial do fato, “de modo a verificar se não ocorreram vazamentos de informações”. (LAMOUNIERE; NOGUEIRA, 2007, p.9)

Ao determinar a janela de eventos, é importante lembrar que esta não deve ser muito extensa para que outros eventos não interfiram nas análises e não influenciem seus resultados; mas deve ser abrangente o suficiente para que eventuais discrepâncias nos preços sejam

⁵ *Traditional event-study methods use a three-step procedure. First, the researcher selects a model of returns. Second, he computes abnormal returns during some event interval as the difference between realized returns and the expected returns conditioned on this model. Finally, he evaluates the statistical significance of these abnormal returns in any of several ways.*

⁶ *The initial task of conducting an event study is to define the event of interest and identify the period over which the security prices of the firms involved in this event will be examined—the event window. [...] It is customary to define the event window to be larger than the specific period of interest. This permits examination of periods surrounding the event. In practice, the period of interest is often expanded to multiple days, including at least the day of the announcement and the day after the announcement. [...]. The periods prior to and after the event may also be of interest. For example, in the earnings announcement case, the market may acquire information about the earnings prior to the actual announcement and one can investigate this possibility by examining pre-event returns.*

diluídas e não provoquem alterações significativas em sua distribuição de frequência (LAMOUNIER; NOGUEIRA, 2007).

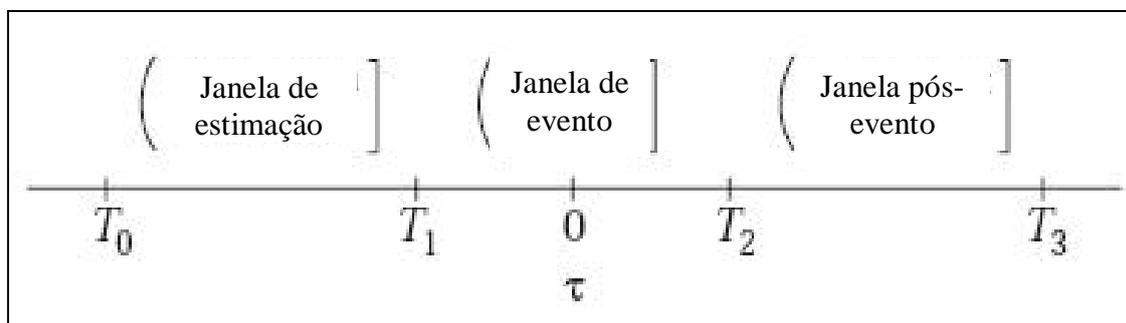


Figura 2: Linha do tempo para estudo de evento
Fonte: Mackinlay (1997) (tradução nossa)

A figura 2 é utilizada por Mackinlay (1997) para ilustrar a linha temporal do estudo de evento. A publicação do evento, no momento 0, é o ponto de partida para a determinação da janela de evento, entre os momentos T_1 e T_2 . A janela de estimação, intervalo entre os dias T_0 e T_1 é utilizada para estimar o comportamento esperado da variável durante a janela de evento. Já, a janela pós-evento, período de T_2 a T_3 , é usada para fins de comparação.

A determinação da janela do evento dá-se da seguinte forma:

Costuma-se, ao determinar a janela de evento, considerar, além da data “zero”, um período de tempo após o anúncio (a fim de se verificar reações após o evento) bem como um período anterior ao anúncio (de modo a verificar se não ocorreram vazamentos de informações). Num segundo momento, o pesquisador deve definir os critérios (base de dados, seleção do setor econômico, empresas afetadas pelo evento) de seleção da amostra. (LAMOUNIER; NOGUEIRA, 2007, p.09)

Portanto, a amplitude determinada para a janela de estimativas foi de 41 dias, 20 anteriores, 20 posteriores e a data do evento, de forma a considerar as reações após a publicação de cada fato e manter a idoneidade das análises, mesmo diante da hipótese de vazamento de informações. Desta forma, os fatos relevantes, de uma mesma entidade, publicados em intervalo inferior a 40 dias, foram desconsiderados, de modo a evitar possíveis distorções na conclusão do trabalho. Assim, restaram 305 fatos relevantes que serviram de base para a aplicação da metodologia descrita neste mesmo capítulo.

A janela de estimação estabelecida foi de 10 dias. Assim, os comportamentos do mercado e das ações utilizadas no estudo foram empregados para a projeção de desempenho das variáveis durante o período compreendido pela janela de evento.

A população a ser estudada compreende as companhias abertas com cotação de ações e que tenham publicado ao menos um fato relevante nos anos de 2006 e 2007. A fim de evitar

que as influências de fatos relevantes divulgados em períodos próximos se confundam, serão considerados apenas os fatos relevantes depositados pela mesma empresa em intervalo de tempo superior a 40 dias uns dos outros. Ou seja, fatos depositados por uma mesma companhia em intervalos iguais ou inferiores a 40 dias uns dos outros serão excluídos da população para que suas janelas de eventos não se sobreponham.

Outro critério utilizado para a delimitação da população em análise é a preferência por ações ON (ações ordinárias), ou seja, aquelas que denotam direito a voto e influência nas decisões da companhia. Assim, somente nos casos em que não foi possível a utilização de ações ON, foram consideradas informações relativas a ações PN (ações preferenciais), que permitem não somente a prioridade no recebimento de dividendos, como também a fixação de dividendos mínimos e a preferência de reembolso de capital no caso de dissolução da empresa (ASSAF NETO, 2001).

Deste modo, a partir dos conceitos introduzidos por Lopes et al (2005), o presente estudo prioriza a utilização de cotações de fechamento das ações que representam o interesse dos investidores pelo controle da empresa, em detrimento daquelas representativas de interesse na remuneração.

Inicialmente, será realizada a classificação da linguagem dos fatos relevantes com base nas palavras empregadas e não numa análise de conteúdo. Desta forma, a linguagem será classificada sem, contudo, utilizar-se de técnicas sistemáticas e objetivas de descrição do conteúdo para obtenção de indicadores, como, por sugestão de Martins (2005), é necessário para a análise de conteúdo.

Assim, embora este trabalho analise e classifique subjetivamente comunicações narrativas, tal análise não tem a pretensão de ser considerada uma análise de conteúdo, como definida por Martins (2005). No entanto, acredita-se que tal decisão não interfira na qualidade dos indicadores gerados, uma vez que a intenção é a identificação de aspectos otimistas e pessimistas no texto e suas potenciais relações com as variações dos preços das ações.

Desta forma, serão desconsiderados o conteúdo e a significação geral das divulgações e, apenas a ênfase positiva ou negativa do texto será considerada para fins de classificação.

Por conseguinte, será utilizada a técnica do Estudo de Eventos que, segundo Lamounier e Nogueira (2007), parte da determinação do evento a ser estudado, atribuindo-lhe uma data relevante ou data “zero”. É com base nestes dados que a janela do evento será

delimitada, não podendo ser muito longa a fim de impedir que outros fatores interfiram na análise.

Para avaliar o impacto causado pela linguagem utilizada na narrativa de fatos relevantes sobre a precificação das ações, empregou-se a metodologia adotada por Mackinlay (1997), na qual os retornos anormais das ações são agregados através do tempo e entre títulos. Desta forma, calcula-se o retorno anormal médio acumulado – RAA - das ações e o comportamento de tal variável é analisado ao longo da janela de evento.

3.3 Seleção da amostra

Os fatos relevantes, bem como as cotações de ações utilizados nesta pesquisa foram selecionados de acordo com o descrito nas subseções a seguir.

3.3.1 Fatos relevantes

Para o desenvolvimento do estudo, foram coletados os fatos relevantes referentes aos anos de 2006 e 2007 e disponibilizados no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa - na *internet*, <http://siteempresas.bovespa.com.br>. Os dados foram baixados e nomeados um por um para os estudos de legibilidade de Silva e Fernandes (2007) e são acessíveis, também, no sítio da CVM, pela opção Informações Periódicas e Eventuais – IPE. Como esses autores relatam:

[...] foi feita a busca dos dados pela opção consulta por data que abre uma lista com *links* em ordem alfabética do nome das empresas que divulgaram fatos relevantes no período. Contudo, a lista repetia algumas empresas por apresentarem algo de diferente na escrita, como ocorreu com a empresa CALAIS PARTICIPAÇÕES S.A. (com pontos) e CALAIS PARTICIPAÇÕES SA (sem pontos), na qual apresentava os mesmos fatos relevantes. Logo, foram baixados os dados de apenas um dos *links*. Algo parecido ocorreu com a empresa MEN CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A. e OPPORTUNITY MEN S.A. que, após uma verificação no CNPJ, constatou-se tratar da mesma empresa. (SILVA; FERNANDES 2007, p.7)

Desta forma foram obtidos 2.350 arquivos, 962 com fatos divulgados em 2006 e 1.388 referentes a 2007, sendo que um dos arquivos, de fato relevante divulgado em 2007, apresentou erro, não abriu e, por isso, foi desconsiderado.

3.3.2 Publicações de linguagem otimista e pessimista

Os arquivos obtidos no site na Bovespa foram lidos individualmente e classificados em otimista, pessimista ou neutro, de acordo com a linguagem empregada.

Ressalta-se que classificação subjetiva foi atribuída à linguagem utilizada nas narrativas e não a seu conteúdo. Assim, fatos relevantes, apresentando apenas tabelas e gráficos, sem maiores considerações, tiveram sua linguagem classificada como neutra. Por outro lado, informações ressaltando oportunidades de mercado e possíveis ganhos foram considerados otimistas, enquanto aqueles que enfatizam prejuízos, perda de mercado ou redução de atividades foram classificados como pessimistas.

Os critérios para esta classificação foram estabelecidos pela própria pesquisadora, considerando sua percepção sobre a linguagem dos textos, na tentativa de estabelecer uma aproximação à possível influência sofrida pelos usuários externos em geral.

A síntese da classificação dos dados coletados resultou no quadro 1.

CLASSIFICAÇÃO	2006	2007	TOTAL
Otimistas	310	418	728
Pessimistas	75	49	124
Neutros	577	920	1.497
TOTAL	962	1.387	2.349

Quadro 1: Classificação de linguagem

Pelo acima exposto, ressalta-se o emprego de linguagem considerada neutra, ou seja, atendo-se à comunicação de fatos, sem enfatizar aspectos positivos ou negativos. Percebe-se, também, a redução do emprego de linguagem pessimista de 2006 para 2007, mesmo tendo crescido o número de publicações de um ano a outro.

Para prosseguir com a pesquisa, foi necessário respeitar a janela de eventos de 20 dias anteriores e 20 dias posteriores à divulgação de cada fato relevante. Ou seja, para que os efeitos de um fato relevante pudessem ser analisados sem a interferência de outra publicação em período próximo, foram excluídos fatos relevantes de mesma empresa publicados em intervalo inferior a 40 dias.

Deste modo, foram excluídos da amostra 354 fatos relevantes, 137 referentes a 2006 e 217 a 2007. A composição da amostra passou a ser representada pelo quadro, a seguir.

CLASSIFICAÇÃO	2006	2007	TOTAL
Otimistas	200	219	419
Pessimistas	48	31	79
TOTAL	248	250	498

Quadro 2: Classificação e janela de eventos

Conforme exposto acima, a amostra de estudo passou a contar com 498 fatos relevantes, sendo 419 de linguagem otimista e 79 pessimistas.

3.3.3 Cotações de ações

As empresas com fatos relevantes, selecionados na amostra, tiveram as cotações de fechamento de suas ações negociadas na Bovespa coletadas por meio da base de dados Economática.

Primeiramente, optou-se por considerar os preços de negociação das ações ordinárias (ON). Nos casos em que estas não apresentavam liquidez suficiente, ou seja, o mínimo de 80% de cotações, para o período analisado, foi considerado os preços das ações preferenciais (PN). Houve, ainda, casos em que nenhum tipo de ação, ON ou PN, apresentou liquidez de 80%, estabelecida como mínima necessária para a análise, no intervalo temporal definido como janela de evento. Nesses casos, o evento a ser estudado foi excluído.

Para os dados faltantes, ou seja, ações que embora apresentem 80% das cotações para o período não possuam negociação em algum(s) dia(s) do intervalo de análise, foi utilizado o método de substituição. Assim, se o dado faltante referia-se à data anterior à divulgação do fato relevante, o dado foi substituído pelo dado referente ao dia imediatamente anterior. Nos casos em que não havia cotação para a ação na data da publicação do fato ou data posterior a essa, foi considerada a cotação do dia imediatamente posterior a este.

CLASSIFICAÇÃO	COTAÇÕES	2006	2007	TOTAL
Otimistas	Suficientes	121	153	274
	Insuficientes	79	66	145
Pessimistas	Suficientes	15	16	31
	Insuficientes	33	15	48
TOTAL		248	250	498

Quadro 3: Fatos classificados e cotações de ações correspondentes

O quadro acima demonstra as ações com cotações suficientes para a análise e sua correspondência com fatos relevantes considerados otimistas ou pessimistas. Desta forma, foi analisado um total de 305 fatos relevantes, bem como, o impacto de sua divulgação no preço de negociação das ações de suas empresas divulgadoras. Os fatos referentes a empresas com cotações insuficientes foram excluídos da análise.

3.3.4 Cotações do Ibovespa

Para estabelecer critérios de comparação e estimar o retorno esperado das ações, foi utilizado o Índice Bovespa, também conhecido como Ibovespa.

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. (BOVESPA, 2008)

Segundo a Bovespa (2008), o Ibovespa pode ser considerado um indicador médio do comportamento do mercado por aproximar-se das negociações à vista na própria Bovespa. O índice representa o valor atual, em moeda corrente, de uma aplicação hipotética, em carteira fictícia de ações, criada em 1968. Considera-se, ainda, que tal aplicação não sofreu qualquer investimento adicional, apenas ajustes provenientes de distribuições de proventos por parte das empresas emissoras.

Desta forma, o Ibovespa reflete tanto a variação do preço das ações quanto o impacto da distribuição de proventos, servindo de base para a avaliação do retorno de suas ações componentes.

Assim como as ações das empresas selecionadas na amostra, as cotações do Ibovespa, para os períodos em estudo, foram coletadas com a utilização do *software* Economática, e sua variação utilizada com *proxy* do retorno de mercado, para as mesmas datas do retorno das ações.

3.4 Retorno anormal médio acumulado

Para avaliar o impacto causado pela divulgação dos fatos relevantes sobre o preço das ações de suas empresas, empregou-se o método utilizado por Mackinlay (1997) em que os retornos anormais das ações são agregados através do tempo e entre títulos, possibilitando inferências globais mediante a análise do comportamento desta variável.

A seguir, serão descritos tanto o método como as equações utilizadas no cálculo da variável dependente RAA – Retorno Anormal Médio Acumulado -, também denominada retorno anormal acumulado, durante o relato deste estudo.

3.4.1 Retorno Anormal

Para avaliar o impacto do evento, é necessário calcular o retorno anormal, que pode ser determinado pelo retorno obtido menos o retorno normal da empresa durante a janela de evento (MACKINLAY, 1997). Desta forma, o retorno normal, ou retorno esperado,

representa o retorno que a empresa teria na ausência do evento e o retorno anormal o impacto deste evento.

O cálculo do retorno anormal da ação é representado pela equação 3.1.

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RE_{i,t} \quad (3.1)$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação i no período t.

$R_{i,t}$ = Retorno obtido da ação i no período t.

$RE_{i,t}$ = Retorno Esperado da ação i no período t.

3.4.2 Retorno Obtido

Para calcular o retorno das ações, dois métodos de capitalização poderiam ser adotados, o de capitalização discreta e o de capitalização contínua (BROOKS, 2005).

A seguir estão representadas, de acordo com Pereira (2006), as equações referentes à capitalização discreta e à contínua, respectivamente:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (3.2)$$

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) = \ln P_{i,t} - \ln P_{i,t-1} \quad (3.3)$$

Onde:

$R_{i,t}$ = Retorno da ação i no período t.

$P_{i,t}$ = Preço da ação i no período t.

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação i no período t-1.

Autores como Brooks (2005), Soares, Rostagno e Soares (2002) e Pereira (2006) defendem e ressaltam a preferência pela utilização do método contínuo de capitalização, ou processo logarítmico, devido à simetria da curva de distribuição de frequência que este possibilita.

Esses autores demonstram que, na capitalização contínua, equação 3.3, o retorno calculado tende a ∞ quando $P_{i,t}$ é maior que $P_{i,t-1}$ e a $-\infty$ quando $P_{i,t}$ é menor que $P_{i,t-1}$. Desta forma, a curva de distribuição de frequência dos retornos calculados pelo método apresenta-se simétrica.

Já, a capitalização discreta, equação 3.2, tende a apresentar retornos positivos, uma vez que a curva de frequência tende à direita do 0 em uma representação gráfica. Isto porque os retornos não assumiriam valores negativos quando $P_{i,t}$ maior que $P_{i,t-1}$ e restringir-se-iam ao intervalo $[-1,0]$ caso $P_{i,t}$ assumisse valor inferior a $P_{i,t-1}$.

Diante de tais argumentos, o método de capitalização contínua, representado pela equação 3.3, mostrou-se mais adequado à mensuração dos retornos do mercado (Ibovespa) e das ações em estudo.

3.4.3 Retorno Esperado

Para cálculo do retorno esperado, foi obtido, para cada evento, o valor do intercepto e da inclinação da reta que expressa a relação entre o retorno da ação e o retorno do mercado. Como *proxy* do retorno do mercado, utilizou-se a variação do Ibovespa, para idêntico período da variação do retorno da ação, ou seja, sem defasagem. É importante destacar que os valores do intercepto e da inclinação foram obtidos usando dados anteriores ao evento, no caso, entre -21 e -14 dias antes do evento. Assumiu-se, neste caso, a existência de uma relação linear simples entre as duas variáveis. Não foi realizado nenhum teste específico sobre a qualidade dos dados obtidos para as duas variáveis da regressão (intercepto e inclinação) e acredita-se que a ausência do teste não afetou o resultado obtido.

Com os valores do intercepto e inclinação estimados, foi calculado o retorno esperado através da seguinte expressão:

$$R_p^t = a + bR_m^t$$

$$R_p^t = \text{retorno da ação no tempo " t"}$$

$$R_m^t = \text{retorno do mercado em " t"}$$

A diferença entre o retorno esperado e o retorno efetivo da ação é denominada de retorno anormal. Para cada período de tempo (dia), foi calculada esta diferença, conforme fórmula 3.1 apresentada anteriormente.

É oportuno registrar que o retorno esperado não foi calculado por intermédio do coeficiente beta por este não apresentar uma representação uniforme nos diferentes meios que os divulgam no Brasil.

3.4.4 Agregação dos retornos anormais

Mackinlay (1997) atenta para a necessidade de agregação dos retornos anormais mensurados, de forma que inferências possam ser feitas, de modo abrangente, para todos os eventos de interesse. A agregação deve ocorrer através do tempo e entre títulos, mas, para isso, é necessário que não haja agrupamento, ou seja, sobreposição das janelas dos eventos, garantindo que os retornos anormais e os retornos anormais acumulados sejam independentes dentre as ações sob estudo.

Desta forma, os retornos anormais individuais das ações podem ser agregados utilizando-se a equação (3.4), baseada nos estudos de Mackinlay (1997), a seguir:

$$\overline{RA}_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i\tau} \quad (3.4)$$

Onde:

\overline{RA}_{τ} = Retorno anormal médio das ações no período τ .

$\tau = T_1 + 1, \dots, T_2$

N = Eventos

Utilizando-se da equação (3.4), é possível agregar o retorno anormal de diferentes títulos e, seguindo o mesmo raciocínio, é possível agregar, através do tempo, os retornos anormais médios obtidos, como demonstrados na equação (3.5), a seguir:

$$RAA_{(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{RA}_{\tau} \quad (3.5)$$

Onde:

RAA = Retorno anormal médio acumulado das ações nos períodos τ_1 e τ_2 .

\overline{RA}_{τ} = Retorno anormal médio das ações no período τ , equação (3.4).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir dos critérios e parâmetros definidos no capítulo anterior, os estudos conduziram ao retorno anormal acumulado das ações das empresas sob análise no período delimitado pelas janelas de eventos, definidas a partir da data de divulgação de fatos relevantes.

4.1 Análise de retornos anormais médios acumulados

O comportamento dos retornos normais médios acumulados durante o período em estudo foi segregado de acordo com a classificação dos fatos relevantes relacionados, originando quatro gráficos principais que serão analisados a seguir.

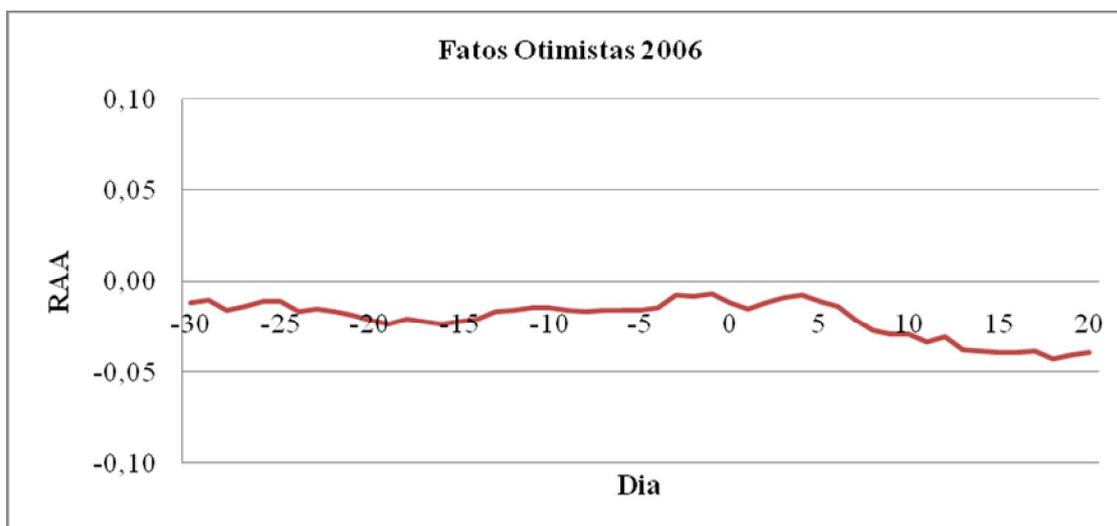


Gráfico 1: Retorno Anormal Acumulado - Fatos Otimistas 2006

Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

O gráfico 1 demonstra que, no ano de 2006, as ações de empresas, que divulgaram fatos relevantes com linguagem classificada como otimista, obtiveram retorno anormal médio acumulado com variações pouco significativas, tanto antes como depois da publicação das informações, que corresponde ao dia 30. A diferença entre o maior e o menor valor do retorno anormal médio acumulado no período é da ordem de 0,03597.

A parca variação do RAA das ações não fornece indícios suficientes para que seja estabelecida relação entre a utilização da linguagem otimista e a reação do mercado. Uma das explicações possíveis para tal comportamento seria a precaução dos usuários da informação, bem como sua habilidade em extrair o conteúdo das publicações, sem deixar que a linguagem otimista influencie suas decisões.

A utilização de linguagem de conotação pessimista em fatos relevantes teve sua influência sobre o retorno anormal de ações representada, a seguir, pelo gráfico 2.

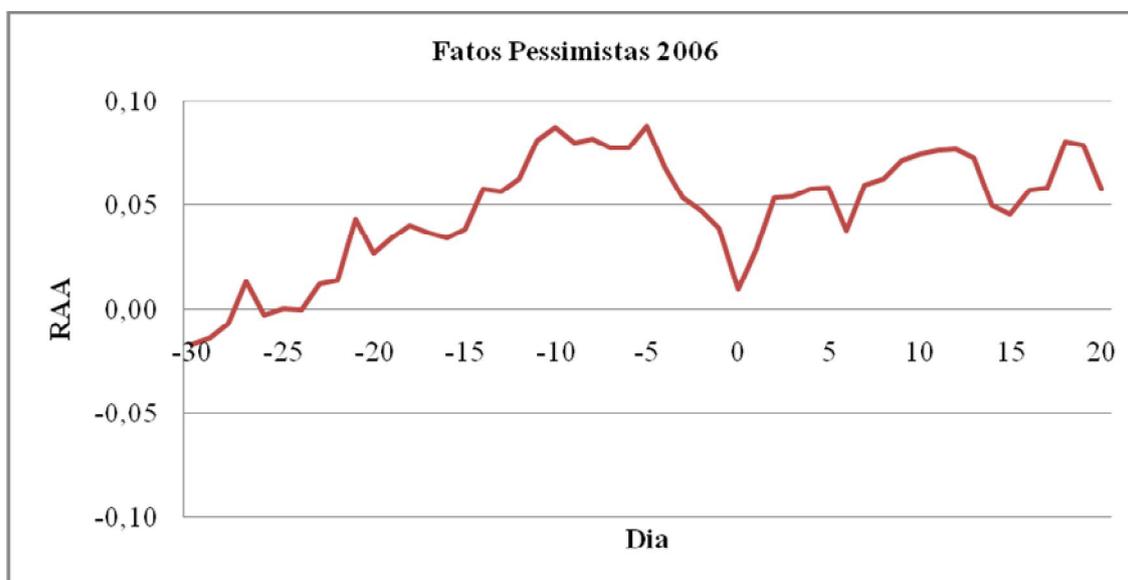


Gráfico 2: Retorno Anormal Acumulado - Fatos Pessimistas 2006
Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

Durante o ano de 2006, o RAA das ações apresentou decréscimo a partir do quarto dia anterior à publicação dos fatos considerados pessimistas. A queda no retorno anormal médio persistiu até o dia da divulgação do fato relevante e este voltou a elevar-se nos dias seqüentes. Observe que o valor do RAA começa a decrescer no dia -4 e só volta a apresentar elevação no dia 1. O retorno anormal médio acumulado passa de 0,08806, no dia -5, para 0,00966, no dia 0, divulgação do fato relevante.

Tal constatação demonstra a reação do mercado à utilização de linguagem pessimista. No entanto, o breve período de decréscimo do retorno anormal leva a crer que a notícia tenha sido antecipada, ou seja, houve vazamento de informação antes da publicação oficial do fato. Assim, o mercado antecipou sua reação em alguns dias, mas não reagiu longamente ao comunicado.

Mais uma vez, observa-se que os usuários da informação souberam, de certa forma, extrair o conteúdo do comunicado sem deixar-se influenciar completamente pelas palavras da narrativa.

O RAA das ações de empresas com fatos relevantes publicados durante o ano de 2007 está expresso nos gráficos 3 e 4 a seguir.

O gráfico 3 representa o comportamento do retorno anormal médio acumulado de ações, durante o período definido pela janela de eventos, das empresas em estudo que tiveram seus fatos relevantes considerados de linguagem otimista.

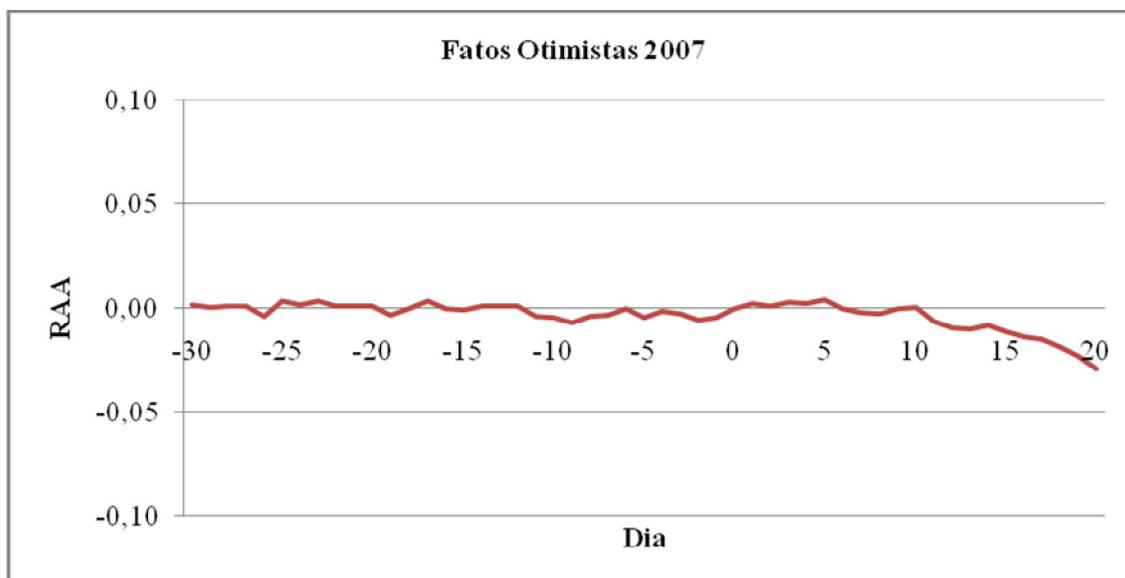


Gráfico 3: Retorno Anormal Acumulado - Fatos Otimistas 2007

Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

Durante o ano de 2007, o retorno anormal médio auferido pelas empresas sob análise sofreu variações pouco significativas no intervalo de 20 dias anteriores e 20 dias posteriores à divulgação das informações com narrativas otimistas. A variação do RAA do período teve 0,03304 como sua maior amplitude entre o 5º e 20º dias do estudo.

Da mesma maneira como ocorreu com os dados referentes ao ano de 2006, a variação do RAA não foi suficiente para comprovar a influência da linguagem otimista das narrativas sobre o comportamento de acionistas e investidores.

O RAA das ações de empresas com fatos relevantes considerados de linguagem negativa em 2007 é representado no gráfico 2, a seguir.



Gráfico 4: Retorno Anormal Acumulado - Fatos Pessimistas 2007
 Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

O gráfico 4 apresenta, de modo geral, o decréscimo no retorno anormal durante a janela de evento. O início do comportamento negativo da variável pode ser identificado acerca de 24 dias antes da publicação do fator relevante, persistindo de forma mais acentuada em torno de 12 dias após a divulgação do fato relevante. O RAA médio no dia -5 é de 0,01629, chegando a - 0,06870 no 11º dia.

Neste caso, o comportamento decrescente da variável pode ser relacionado às notícias divulgadas na data representada graficamente como dia 0 (zero). A reação antecipada do mercado à informação pode ser atribuída à especulação sobre más notícias ou mesmo ao vazamento das informações. Desta forma, percebe-se a influência dos fatos relevantes pessimistas divulgados em 2007 sobre o comportamento de investidores.

O RAA relacionado aos fatos pessimistas de 2006 apresenta queda acentuada durante o período próximo à divulgação do fato relevante, cerca de quatro dias antes e um dia após a publicação, não persistindo por toda a janela de evento. Já, o RAA relacionado aos fatos pessimistas de 2007 apresenta queda menos acentuada, no entanto, persistente por toda a janela de evento.

Embora não se identifiquem divergências significativas entre os fatos relevantes pessimistas publicados em 2006 e 2007, a divergência de comportamento da variável pode ser explicada pela situação das empresas nos períodos em questão. Desta forma, supõe-se que as empresas analisadas em 2006 apresentem situação negativa persistente, capaz de refletir-se nos comunicados da imprensa. Já, as empresas analisadas em 2007 apresentariam,

predominantemente, uma situação negativa momentânea ou facilmente superável frente a um histórico positivo.

4.2 Análise dos retornos de maior correlação com o mercado

Com o objetivo de complementar as análises anteriores, optou-se por efetuar o cálculo do RAA considerando apenas os fatos relevantes relacionados a ações com R_2 superior a 0,5. O R_2 , neste caso, representa a correlação existente entre o retorno das ações da empresa e o retorno o mercado (Ibovespa) e foi calculado com o auxílio do *software* Excel, considerando o intervalo entre o décimo quinto e o vigésimo dias anteriores à divulgação de cada fato relevante.

A partir destes novos parâmetros, foram analisados 37 fatos otimistas e 1 pessimista, referentes a 2007, 37 fatos otimistas e 2 pessimistas, divulgados durante o ano de 2006. Os Retornos Anormais Acumulados das ações de comportamentos mais aproximados ao do mercado foram calculados e os resultados obtidos estão representados nos gráficos 5, 6, 7 e 8.



Gráfico 5: Retorno Anormal Acumulado - Maior Correlação com o Mercado - Fatos Otimistas 2006
Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

O gráfico 5 demonstra o comportamento do RAA das ações com forte correlação com o Ibovespa e que apresentaram fatos relevantes divulgados em 2006. É possível perceber que a o RAA atinge seu ponto máximo, 0,39021, no dia anterior à divulgação do fato relevante, apresentando queda acentuada nos dias subseqüentes e chegando a -0,99520 no 17º dia.

Tal comportamento pode ser explicado por um possível vazamento de informações antes da divulgação da comunicação oficial do fato, o que possibilitaria ao mercado uma

reação antecipada e pouco duradoura, pois após a publicação fato o retorno volta a ter reações que não podem ser associadas ao otimismo dos investidores.

Ao serem comparados os gráficos 1 e 5, é possível perceber uma maior oscilação no retorno acumulado das ações no último gráfico, principalmente, se considerada a variação na escala adotada em ambos.



Gráfico 6: Retorno Anormal Acumulado - Maior Correlação com o Mercado - Fatos Pessimistas 2006

Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

O gráfico 6 demonstra o comportamento do RAA das ações de duas companhias, a Refinaria de Petróleo Ipiranga S. A e a Tim Participações S.A. Diferentemente do resultado representado pelo gráfico 2, o gráfico 6 apresenta a queda do retorno anormal acumulado durante todo o período em estudo, não podendo ser associado à comunicação do fato pessimista. Não é possível associar uma reação do mercado à linguagem utilizada nos comunicados em estudo e, neste caso, tais comunicações podem representar meras constatações de situações desfavoráveis já conhecidas.



Gráfico 7: Retorno Anormal Acumulado - Maior Correlação com o Mercado - Fatos Otimistas 2007
 Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

Observa-se que o RAA dos fatos otimistas de 2007 apresenta queda acentuada durante os 50 dias em estudo, partindo de -0,24005 no trigésimo dia anterior à divulgação do fato relevante e chegando a -4,57751 no vigésimo dia após sua publicação. O retorno eleva-se de -2,84725, no dia -9, para -2,7374, no dia -4. No entanto, diante das constantes oscilações no retorno anormal durante todo o período, sem, contudo, interromper a queda acentuada do mesmo, não é possível associar esta elevação à publicação do fato relevante na data 0.

Ao comparar o RAA referente aos fatos otimistas divulgados em 2007 (gráfico 3) com o RAA das ações de forte correlação com o mercado (gráfico 7), observa-se a diferença no comportamento da variável nos períodos. Enquanto o retorno representado no gráfico 3 apresentou variações inexpressíveis, o retorno anormal acumulado no gráfico 7 apresenta queda durante o período em análise, apesar da publicação de comunicados considerados otimistas.



Gráfico 8: Retorno Anormal Acumulado - Maior Correlação com o Mercado - Fatos Pessimistas 2007
 Nota: A data de publicação do fato relevante é representada pelo dia 0.

O gráfico 8 representa a oscilação do retorno anormal médio acumulado das ações da companhia Energias do Brasil S.A., no período anterior e posterior à divulgação de um fato relevante, publicado em 29 de agosto de 2007.

O comportamento de tal RAA apresenta redução de 0,10775, no dia -5, para 0,03694, no dia -1. Na data da divulgação do fato relevante, o retorno anormal acumulado volta a elevar-se, auferindo o valor de 0,09255, e sofre redução nos dias posteriores, até atingir o valor de -0,10573 no dia 4.

Embora ocorram breves elevações durante o período em estudo, observa-se uma redução geral do RAA do dia -5 ao dia 15, o que pode ser associado à linguagem pessimista utilizada na divulgação publicada no dia 0, ou mesmo à situação da companhia no período.

É importante ressaltar a unidade de escala utilizada no eixo y. Nos gráficos 1, 2, 3, 4 e 8, a escala utilizada é bem menor que aquela utilizada nos gráficos 5, 6 e 7, o que demonstra maiores amplitudes nas variações representadas por estes últimos.

Ao comparar os resultados de empresas com fatos divulgados de forma pessimista em 2006 e 2007, percebe-se a tendência dos retornos anormais das ações ao decréscimo, enquanto os retornos relacionados aos fatos divulgados positivamente no mesmo período apresentam variações pouco significativas.

Assim, observa-se que o mercado financeiro encara as divulgações otimistas com maior cautela, atendo-se mais às informações prestadas que, propriamente, à linguagem empregada. Já, as divulgações pessimistas são capazes de causar maiores reações em seus

usuários, o que pode ser atribuído ao conservadorismo do mercado, que delega maior credibilidade às notícias negativas que às positivas

Outra explicação é a resistência das empresas à utilização de abordagem negativa em suas comunicações, haja vista o reduzido número de fatos relevantes classificados como pessimistas frente àqueles considerados otimistas. Assim, infere-se que as companhias só optem pela utilização de narrativas pessimistas quando as situações são, inegavelmente, desfavoráveis, enquanto a linguagem otimista não se restrinja às boas notícias.

4.3 Teste não-paramétrico

Mackinlay (1997) sugere a realização de testes não paramétricos, isentos de pressupostos quanto ao conhecimento da distribuição da variável na população, sobre a distribuição dos retornos anormais, para proporcionar a verificação da solidez das conclusões baseadas em ensaios paramétricos.

Visando atender a este objetivo, optou-se por aplicar o teste de Wilcoxon, que é similar ao teste de sinais em essência, mas que considera a magnitude do aumento ou da diminuição da variável e não apenas a direção da variação para mais ou para menos.

O teste foi aplicado com o auxílio do *software* SPSS, versão 15.0, sobre o retorno anormal médio por ação de cada um dos dias anteriores e posteriores à publicação dos fatos relevante. As distribuições \bar{R}_t (3.4) dos vinte dias anteriores à data de ocorrência do evento foram comparadas às dos vinte dias seguintes à data 0, segregados pela linguagem e ano de publicação dos fatos relevantes a que se referem. Os resultados auferidos foram sintetizados no quadro 4.

Teste de Wilcoxon				
		N	Média das Classificações	Soma das Classificações
VAR00002 -	Classificações Negativas	13(a)	12,08	157,00
VAR00001	Classificações Positivas	7(b)	7,57	53,00
	Coincidências	0(c)		
	Total	20		
VAR00004 -	Classificações Negativas	10(d)	8,80	88,00
VAR00003	Classificações Positivas	10(e)	12,20	122,00
	Coincidências	0(f)		
	Total	20		
VAR00006 -	Classificações Negativas	12(g)	11,75	141,00
VAR00005	Classificações Positivas	8(h)	8,63	69,00
	Coincidências	0(i)		
	Total	20		
VAR00008 -	Classificações Negativas	11(j)	9,36	103,00
VAR00007	Classificações Positivas	9(k)	11,89	107,00
	Coincidências	0(l)		
	Total	20		

Quadro 4: Teste de Wilcoxon

a VAR00002 < VAR00001

b VAR00002 > VAR00001

c VAR00002 = VAR00001

d VAR00004 < VAR00003

e VAR00004 > VAR00003

f VAR00004 = VAR00003

g VAR00006 < VAR00005

h VAR00006 > VAR00005

i VAR00006 = VAR00005

j VAR00008 < VAR00007

k VAR00008 > VAR00007

l VAR00008 = VAR00007

Onde:

VAR 00001 = retorno anormal médio por ação anterior à divulgação de fatos relevantes otimistas em 2006.

VAR 00002 = retorno anormal médio por ação posterior à divulgação de fatos relevantes otimistas em 2006.

VAR 00003 = retorno anormal médio por ação anterior à divulgação de fatos relevantes pessimistas em 2006.

VAR 00004 = retorno anormal médio por ação posterior à divulgação de fatos relevantes pessimistas em 2006.

VAR 00005 = retorno anormal médio por ação anterior à divulgação de fatos relevantes otimistas em 2007.

VAR 00006 = retorno anormal médio por ação posterior à divulgação de fatos relevantes otimistas em 2007.

VAR 00007 = retorno anormal médio por ação anterior à divulgação de fatos relevantes pessimistas em 2007.

VAR 00008 = retorno anormal médio por ação posterior à divulgação de fatos relevantes pessimistas em 2007.

Observa-se que os retornos anormais médios das ações otimistas após a divulgação dos fatos relevantes (VAR 00002 e VAR 00006) apresentaram, de forma geral, valores negativos quando comparados aos mesmos retornos antes das datas dos eventos (VAR 00001 e VAR 00005).

Tal resultado demonstra que a publicação dos comunicados na data 0 não foi capaz de influenciar positivamente o investidor, como imaginado inicialmente, uma vez que o retorno anormal das ações não sofreu incremento nos dias posteriores à data do evento.

Os retornos referentes aos fatos pessimistas apresentaram, em 2006, a mesma proporção de sinais positivos e negativos antes e depois da divulgação dos fatos relevantes, enquanto, em 2007, os retornos após o evento apresentaram mais sinais negativos que aqueles computados antes da data zero. Tais dados demonstram alguma influência exercida pelos fatos relevantes pessimistas no preço das ações em 2007.

O quadro anterior apresenta ainda o número médio de classificações positivas e negativas e a soma destas classificações. Observa-se que ao comparar fatos otimistas (VAR00002 - VAR00001 e VAR00006 - VAR00005), tanto o número médio quanto a soma de classificações negativas foram superiores às positivas. O inverso ocorreu com os fatos pessimistas (VAR00004 - VAR00003 e VAR00008 - VAR00007), onde as classificações positivas destacaram-se em relação às negativas.

O quadro 5 apresenta os dados estatísticos referentes ao teste de Wilcoxon.

Teste Estatístico (c)				
	VAR00002 - VAR00001	VAR00004 - VAR00003	VAR00006 - VAR00005	VAR00008 - VAR00007
Z	-1,941(a)	-,635(b)	-1,344(a)	-,075(b)
P	,052	,526	,179	,940

Quadro 5: Estatística - Teste de Wilcoxon

- a Baseado em classificações positivas.
- b Baseado em classificações negativas.
- c Teste de Sinais de Classificações.

Nota-se que o teste estatístico, cálculo do escore z e significância p , dos fatos otimistas é baseado em classificações positivas e dos fatos pessimistas em classificações negativas. Observa-se, ainda, que na análise dos quatro casos representados na tabela 5 as significâncias apresentam valores superiores a 5% ($p > 0,05$) o que demonstra a baixa influência dos eventos no comportamento das variáveis.

Assim, os fatos otimistas de 2006 e 2007 apresentam escores z de -1.941 e -1.344 e estes valores são significantes quando $p = 0,052$ e $p = 0,179$, respectivamente, o que representa o declínio dos retornos anormais médios das ações após a divulgação de eventos otimistas.

De forma análoga, os fatos pessimistas de 2006 e 2007 apresentam escores z de -0,635 e -0,075 quando $p = 0,536$ e $0,940$, respectivamente. Diante de tais valores, pode-se afirmar que o retorno anormal das ações apresentou elevação após a divulgação de fatos pessimistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A CVM determina que as companhias abertas divulguem, de forma ampla, toda informação capaz de influir nas decisões de seus acionistas e investidores. No entanto, não há monitoramento, auditoria ou delimitação da estrutura destes comunicados, o que permite às companhias escolher livremente a linguagem a ser empregada nas divulgações a seus usuários.

Assim, este estudo analisou a influência da linguagem das narrativas dos fatos relevantes publicados por companhias abertas na variação dos preços de suas ações, por meio da classificação dos fatos em pessimistas e otimistas e estabelecimento de relação entre essa condição e o comportamento do retorno anormal de suas ações.

Na tentativa de responder a pergunta inicial - Seria a linguagem utilizada para a divulgação de fatos relevantes capaz de interferir no valor de ações em negociação? - as conclusões obtidas com o estudo podem ser segregadas de acordo com a linguagem dos fatos relevantes.

A linguagem otimista não apresentou influência significativa nos preços das ações, ou seja, o preço das ações das companhias não se elevou de forma relevante durante o intervalo da janela de evento, contrariando a suposição que previa o contrário.

A linguagem pessimista apresentou certa influência sobre a variação dos retornos anormais das ações, uma vez que estes últimos tenderam ao decréscimo durante o período em análise. No entanto, as variáveis não se comportaram de modo uniforme durante os dois anos analisados, o que deixa claro que não pode ser atribuído unicamente à reação à linguagem dos comunicados o comportamento do mercado financeiro.

Uma das possíveis explicações para o resultado auferido é a desconsideração da linguagem dos comunicados por seus destinatários. Estes estariam preparados para interpretar a mensagem sem se deixar influenciar pelo modo como esta é transmitida. Assim, o decréscimo no retorno anormal acumulado das ações relacionadas a fatos pessimistas pode ser explicado pelo anúncio efetivo de más notícias, ou seja, as empresas só optam por utilizar uma linguagem pessimista nos casos em que esta é inevitável.

A partir dos resultados e conclusões obtidos espera-se contribuir com o aprimoramento e eventuais reformulações na divulgação não só de fatos relevantes, como também, de informações contábeis de uma forma geral.

Sugere-se, ainda, que novas pesquisas sejam conduzidas para avaliar outros fatores ligados à evidenciação que possam influir na variação dos retornos das ações das companhias, além de outros estudos relacionados às peculiares características dos fatos relevantes e das circunstâncias que os geram.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BALL, R.; BROWN, P. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-178, Autumn, 1968.

BEATTIE, V.; MCINNES, B.; FEAMLEY, S. *A Methodology For Analysing And Evaluating Narratives In Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile And Metrics For Disclosure Quality Attributes. Accounting Forum*, v. 28,n. 3, p. 205-236, set 2004.

BEAVER, W. *Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure. Journal of Accounting Research*, p. 179-192, Autumn, 1968.

BEDFORD, N. M.; BALDOUNI, V. A. *Communication theory approach to accounting. Accounting Review*, p. 650-659, 1962.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA. Índice Bovespa – Ibovespa.

Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaApresentacaoP.asp?indice=Ibovespa>>. Acesso em: 13 de agosto de 2008.

BRASIL. Lei das sociedades por ações. Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Publicado no Diário Oficial da União em 17.12.77. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2007.

BROOKS, C. *Introductory econometric for finance. New York, N.Y.: Cambridge University Press, 2005.*

CARMO, R.C.A.; MOURA H.; OLIVEIRA, M. C.; PONTE, V. M.R. Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Obrigatórias, Não-Obrigatórias e Avançadas nas Demonstrações Contábeis das Sociedades Anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. *Revista Contabilidade e Finanças – USP, São Paulo*, v. 18, n. 45, p. 50 – 62, set/dez 2007

CLATWORTHY, M.; JONES, M. J. *The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 14, n. 3, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Cadernos CVM. A divulgação de Informações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protinvcaderno8.asp>>. Acesso em: 01 de junho de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 de maio de 2007.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC 2008 Pronunciamento Conceitual Básico. Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Disponível em:

<http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 13 de agosto de 2008.

COURTIS, J. *Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 11, n. 4, p. 459-471, 1998.

CYREE, K. B.; DEGENNARO R.P. *A Generalized Method for Detecting Abnormal Returns and Changes in Systematic Risk*. Working Paper, April 2001. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 2001

DALMÁCIO, F. Z.; PAULO, F. F. M. A Evidenciação Contábil: Publicação de Aspectos Sócio-ambientais e Econômico-Financeiros nas Demonstrações Contábeis. *Brazilian Business Review*, v. 1, n. 2, p. 74-90, 2004.

DIAS FILHO, J. M. A linguagem utilizada na evidenciação contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da Teoria da Comunicação. Caderno de Estudos, v. 13, n. 24, p. 38-49, São Paulo: FIPECAFI, 2000.

_____; NAKAGAWA, M. Análise do processo da comunicação contábil: uma contribuição para a solução de problemas semânticos, utilizando conceitos da teoria da comunicação. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 15, n. 26, p. 42-57, 2001.

EDWARDS, E. O.; BELL, P. W. *The Theory and Measurement of Business Income*. *The Accounting Review*, v. 37, n. 3, p. 596-597, Jul, 1962.

FINANCIAL ACCOUNTANT STANDARDS BOARD – FASB. *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2. Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Connecticut: FASB, 1980. Disponível em: <<http://www.fasb.org/pdf/con2.pdf>>. Acesso em: 01 de junho de 2008.

GOOGLE. Google Acadêmico. Disponível em: <<http://scholar.google.com>>. Acesso em: 01 de setembro de 2008.

GORE, A. K.; SACHS K.; TRZCINKA, C. *Financial Disclosure and Bond Insurance*. Working Paper Series, Mar 2003.

GOULART, A. M. C. Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil. São Paulo, 2003. Dissertação (Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

HENDRIKSEN, E. S; VAN BREDÁ, M. F. Teoria da Contabilidade. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

INTERNATIONAL ACCOUNTANT STANDARDS BOARD – IASB. Estrutura Conceptual para a Apresentação e Preparação de Demonstrações Financeiras. IASB, 2001. Disponível em: <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/7AC6D6AD-23A9-4021-955A-73F4EB4332A7/0/PTSummary_Framework_pretranslation_LA.pdf>. Acesso em: 01 de junho de 2008.

IUDÍCIBUS, S. Teoria da Contabilidade. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JONES, M. J. *Readability of annual reports: western versus asian evidence – a comment to contextualize. Accounting, auditing & Accountability Journal*, v. 9, n. 2, p. 86-91, 1996.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M. Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos. Disponível em: <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCient%C3%ADfica/iniciacao_01.pdf>. Acesso em: 10 de agosto de 2007.

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

LOPES, A. B.; LOSS, L.; SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C. O Diferencial no Impacto dos Resultados Contábeis nas Ações Ordinárias e Preferenciais no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, n. 37, p. 46 – 58, Jan./Abr. 2005

MACKINLAY, A. Event studies in economic and finance. *Journal of Economic Literature*, v.35, p. 13-39, 1997.

MALACRIDA, M. J. C; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *R. Cont. Fin. – USP*, Edição Comemorativa, • Set 2006, p. 65 - 79. São Paulo: 2006.

MARTINS, G. A. Análise de Conteúdo. USP, 2005. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/metodologia/analise.htm>>. Acesso em: 24 de julho de 2007.

NIYAMA, J. K.; SILVA, C.A.T. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2008.

_____; GOMES, A. L. O. Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 1996, Brasília. *Anais...* Brasília, 1996. CD-ROM.

PEREIRA, C. C. Efeito das Notícias Pré-Divulgadas no Lucro: uma análise no setor de metalurgia e siderurgia brasileira. Brasília, 2006. 91 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN).

PEREIRA, V. A. dos S. A imprensa como veículo de divulgação dos Fatos Relevantes: um estudo empírico sobre a variação temporal na divulgação dessas notícias pela imprensa. Trabalho de Conclusão de curso (Artigo - Graduação) – Universidade de Brasília, 1º/2008.

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

SHANNON, Claude E; WEAVER, Warren. *Mathematical theory of communication(the). Urbana: Univ Illinois Press*, 1962. 117 p.

SILVA, C. A. T.; COSTA, P. de S.; RODRIGUES, F. F.. Análise da Compreensibilidade e da Legibilidade dos Relatórios de Administração em Empresas Brasileiras de Capital Aberto do Setor de Energia Elétrica. In: XXIX ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília: Anpad, 2005.

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

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. *Anais...* Salvador: Anpad, 2002.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, n. 32, p. 97-180, 2001.