

Reconhecimento do desempenho das corporações pelo mercado no curto prazo: o caso da BM&F BOVESPA

Marinês Taffarel (UFPR/UNICENTRO) - marinestaffarel@yahoo.com.br

Ademir Clemente (UFPR) - ademir@ufpr.br

Willson Gerigk (UNICENTRO) - gerigkw@yahoo.com.br

Resumo:

Este artigo investiga a relação entre o valor das ações ordinárias e preferenciais de empresas listadas na BM&F BOVESPA e os seus indicadores contábil-financeiros, objetivando avaliar como o mercado reconhece o desempenho das corporações no curto prazo. A metodologia adotada é descritiva quanto aos objetivos e os procedimentos são a pesquisa bibliográfica e documental e o estudo de eventos. A abordagem do problema é quantitativa, por intermédio das técnicas de Análise de Correlação e de Componentes Principais. A amostra é formada por 34 empresas, selecionadas a partir da participação na carteira teórica do Índice BOVESPA (IBOVESPA). As variáveis representativas do reconhecimento do mercado são os preços de fechamento diário das ações ordinárias e preferenciais em diferentes datas, e as variáveis relativas ao desempenho são 16 indicadores contábil-financeiros. O período de análise se estende de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres. De acordo com os resultados da pesquisa, a associação entre indicadores contábil-financeiros trimestrais, representativos do desempenho das corporações, e os preços das ações ordinárias e preferenciais, mostra que o mercado se ajusta ao longo do tempo, de forma sistemática e contínua, não somente aos fatores conjunturais macroeconômicos mas também ao relativo sucesso da gestão das corporações. Para as ações ordinárias, o desempenho das corporações está relacionado à capacidade de pagamento de suas obrigações, de curto e longo prazo. Para as ações preferenciais as maiores correlações são obtidas para os indicadores que representam o nível de atividade da empresa.

Palavras-chave: *Desempenho das Empresas. Indicadores Contábil-financeiros. Ações ordinárias e Ações preferenciais.*

Área temática: *Controladoria*

Reconhecimento do desempenho das corporações pelo mercado no curto prazo: o caso da BM&FBOVESPA

Resumo

Este artigo investiga a relação entre o valor das ações ordinárias e preferenciais de empresas listadas na BM&FBOVESPA e os seus indicadores contábil-financeiros, objetivando avaliar como o mercado reconhece o desempenho das corporações no curto prazo. A metodologia adotada é descritiva quanto aos objetivos e os procedimentos são a pesquisa bibliográfica e documental e o estudo de eventos. A abordagem do problema é quantitativa, por intermédio das técnicas de Análise de Correlação e de Componentes Principais. A amostra é formada por 34 empresas, selecionadas a partir da participação na carteira teórica do Índice BOVESPA (IBOVESPA). As variáveis representativas do reconhecimento do mercado são os preços de fechamento diário das ações ordinárias e preferenciais em diferentes datas, e as variáveis relativas ao desempenho são 16 indicadores contábil-financeiros. O período de análise se estende de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres. De acordo com os resultados da pesquisa, a associação entre indicadores contábil-financeiros trimestrais, representativos do desempenho das corporações, e os preços das ações ordinárias e preferenciais, mostra que o mercado se ajusta ao longo do tempo, de forma sistemática e contínua, não somente aos fatores conjunturais macroeconômicos mas também ao relativo sucesso da gestão das corporações. Para as ações ordinárias, o desempenho das corporações está relacionado à capacidade de pagamento de suas obrigações, de curto e longo prazo. Para as ações preferenciais as maiores correlações são obtidas para os indicadores que representam o nível de atividade da empresa.

Palavras-chave: Desempenho das Empresas. Indicadores Contábil-financeiros. Ações ordinárias e Ações preferenciais.

Área Temática: Controladoria.

1 Introdução

A utilidade das informações contábeis está diretamente relacionada ao processo decisório e depende da capacidade da Contabilidade de disponibilizar as informações necessárias para a correta interpretação dos aspectos econômicos e financeiros de determinada entidade.

No mercado de capitais encontram-se alguns dos principais usuários da Contabilidade, entre os quais se destacam os investidores, tanto efetivos como em potencial. Para estes usuários, em especial, a informação disponibilizada pela Contabilidade é fundamental para avaliar fatores como retorno do capital, risco do investimento e as perspectivas de resultados de determinado investimento.

Ao abordar a importância da informação contábil para o mercado, Chen e Zang (2007) afirmam que se a Contabilidade realmente for fonte de informação para o mercado, valores fundamentais contidos nos demonstrativos devem estar correlacionados com as mudanças dos preços das ações. Embora a Contabilidade tenha como um de seus objetivos principais disponibilizar informações para a tomada de decisões, estudos indicam que o Brasil é carente de pesquisas que avaliem se os demonstrativos contábeis realmente influenciam as decisões

dos agentes econômicos e se os indicadores contábil-financeiros possuem reflexo no valor das ações.

Costa, Monteiro e Botelho (2004) ressaltam que estudos empíricos realizados no cenário econômico nacional demonstram a necessidade do desenvolvimento de novas pesquisas, para avaliar a representatividade de indicadores contábil-financeiros na avaliação de desempenho das empresas.

O presente artigo adota como questão norteadora: Qual a relação entre o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBOVESPA e os seus indicadores contábil-financeiros, no curto prazo?

Portanto, buscar-se-á, investigar a relação entre o valor de mercado das ações e os seus indicadores contábil-financeiros, objetivando avaliar em que medida o mercado reconhece o desempenho das corporações no curto prazo.

A pesquisa está estruturada em cinco seções. Após esta introdução, o referencial teórico-empírico é brevemente apresentado. A terceira seção refere-se à metodologia, especifica o objeto do estudo, as variáveis empregadas e as técnicas estatísticas utilizadas. Na quarta seção, os resultados são apresentados e analisados. A quinta seção contempla as conclusões.

2 Referencial Teórico-Empírico

Esta seção apresenta o referencial teórico-empírico e está voltada à Contabilidade como fonte de informação e instrumento de avaliação do desempenho das empresas por meio de indicadores contábil-financeiros.

2.1 Contabilidade

Em um dos primeiros estudos que versam sobre a Teoria da Contabilidade a *American Accounting Association* (AAA) no documento intitulado *A Statement of Basic Accounting Theory* (ASOBAT) de 1966, definiu Contabilidade como o “[...] processo de identificação, mensuração e comunicação de informação econômica para permitir a realização de julgamentos e decisões pelos usuários da informação.”

O *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), por intermédio do Pronunciamento N.º 4, de 1970, denominado *Accounting Principles Board* (APB), definiu a Contabilidade como uma atividade de prestação de serviço, cuja finalidade é fornecer informações quantitativas, especialmente de natureza financeira de entidades econômicas, destinadas a tomada de decisões. (AICPA, 1970)

Os objetivos da Contabilidade são construídos em função da necessidade de seus usuários. Lopes e Martins (2005, p. 125) destacam que “[...] o atendimento das demandas do usuário da informação contábil é a razão de ser da Contabilidade”, e dessa premissa surge a problematização: “[...] qual informação é realmente mais relevante para o usuário.”

De forma ampla, disponibilizar informações necessárias ao processo decisório é o maior objetivo da Contabilidade. Neste entendimento, a informação contábil deriva do próprio objetivo da Contabilidade ao reportar aos interessados eventos econômicos e financeiros de determinada entidade, assim como, os componentes de seu resultado.

No mercado de capitais a principal finalidade da Contabilidade, segundo Chen e Zhang (2007), é auxiliar os investidores na previsão de futuros fluxos de caixa das empresas. Para os autores, se as informações dos relatórios contábeis são úteis para os investidores, deve existir correlação entre seus valores e as mudanças nos preços das ações.

2.2 Informação Contábil

Beaver (1968) considera que a informação consiste em uma mudança de expectativa em relação ao resultado de um evento. Na área contábil, a informação não deve apenas proporcionar alteração nas expectativas dos investidores, mas deve ser suficientemente grande para induzir a uma modificação do comportamento em relação à decisão a ser tomada.

Yamamoto e Salotti (2006, p.5) explicam que a informação contábil é entendida como a que modifica o conhecimento de seu usuário em relação à empresa, compreendendo aspectos econômico-financeiros, físicos e de produtividade.

O Pronunciamento N. 1 do FASB, denominado *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) de 1978, estabelece que as informações disponibilizadas pela Contabilidade e os relatórios financeiros devem assumir características de utilidade para acionistas, efetivos e em potencial, credores e outros usuários, buscando auxiliar decisões racionais de investimentos, créditos e demais informações semelhantes. (FASB, 1978)

Conforme o Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) o objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica. (CPC, 2008)

O foco preliminar das demonstrações contábeis é o desempenho de certa empresa, representado por medidas de resultados e seus componentes. Segundo o FASB os relatórios financeiros devem fornecer, ainda, informação a respeito das origens e aplicações de recursos de uma empresa; empréstimo e formas de reembolso; principais transações, incluindo dividendos em dinheiro e outras formas de distribuição de recursos aos proprietários; outros fatores que podem afetar a liquidez de uma empresa; informações necessárias aos gerentes e diretores para fazerem decisões no interesse de proprietários.

Para que as informações geradas a partir dos relatórios financeiros assumam características de relevância, devem reduzir o nível de incerteza em relação à decisão a ser tomada. A informação a respeito do desempenho das corporações se destaca entre as mais valiosas quando se trata de reduzir o nível de incerteza de investidores atuais e potenciais.

2.3 Reação do mercado à divulgação das informações contábeis

Segundo a Abordagem Positiva da Teoria Contábil, existe uma relação central entre as informações disponibilizadas pela Contabilidade e o preço dos títulos negociados em Bolsas de Valores. Os números disponibilizados pela Contabilidade são vistos como relevantes somente se apresentarem impactos claros e objetivos nas decisões econômicas dos usuários. (BEZERRA E LOPES, 2004)

Para Lopes (2002, p. 7) “[...] o mercado financeiro é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”

As primeiras pesquisas empíricas que buscaram estudar a reação do mercado de capitais em relação à divulgação das informações contábeis foram realizadas por Ball e Brown (1968) cujos resultados indicam que o preço das ações apresenta variação na mesma direção do lucro. Para Hendriksen e Van Breda (1999) uma explicação para este fato é que os lucros das empresas transmitem informação ao mercado de capitais e que, apesar desta constatação parecer óbvia, a pesquisa de Ball e Brown foi a primeira a verificar que os números contábeis eram realmente informativos.

Os resultados da pesquisa de Ball e Brown (1968) apontam que a informação dos resultados contida nos relatórios anuais das empresas é útil e contribui para explicar o preço das ações no mercado. A pesquisa constatou, ainda, que a maior parte das informações contidas nos demonstrativos contábeis é antecipada pelo mercado, ou seja, são percebidas antes da publicação dos relatórios, evidenciando que a divulgação das demonstrações contábeis é apenas uma das muitas informações utilizadas pelos investidores. O poder de explicação dos preços das ações pelas informações contidas nos demonstrativos contábeis, estimado pelos mencionados autores, foi de aproximadamente 20%.

Embora existam estudos que comprovam a relação entre a divulgação dos demonstrativos contábeis e o valor de mercado das empresas, permanece a dúvida sobre se estes são significativos para explicar as oscilações dos valores.

Bezerra e Lopes (2004, p.136) ressaltam que:

[...] o simples relacionamento entre a variação no lucro da empresa e a variação no preço das ações não é por si uma prova razoável de que a informação é relevante para o mercado. Para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao anúncio) da informação ocorrem variações importantes nos preços.

Um dos primeiros estudos que buscam relacionar a informação contábil e o mercado de capitais no Brasil foi realizado, em 2001, por Alexsandro Broedel Lopes em sua tese de doutorado, que no ano de 2002 deu origem ao livro: A informação contábil e mercado de capitais. Lopes (2002) investigou o papel das informações contábeis para explicar o comportamento dos preços dos títulos negociados na BOVESPA. A amostra compreendeu o período de 1995 a 1999. Os resultados da pesquisa apontam que os números contábeis são relevantes para explicar os preços dos títulos.

A pesquisa realizada por Lima e Terra (2004) concluiu que o conteúdo das demonstrações financeiras não são estatisticamente significativos para influenciar o preço das ações na BOVESPA. Contudo, Sarlo Neto (2004) no estudo sobre o preço das ações e a divulgação do resultado do exercício contábil, confirmou a relevância da informação contábil para o mercado brasileiro.

Lopes *et al.* (2005) aplicaram a metodologia de Ball e Brown (1968) sobre os grupos de ações ordinárias e ações preferenciais separadamente. Os resultados da pesquisa apresentam evidências de que as variações dos preços das ações preferenciais acompanham a direção dos resultados divulgados, confirmando a relevância das informações contábeis para os investidores. No entanto, para as ações ordinárias a relevância das informações contábeis foi confirmada apenas parcialmente, tendo em vista que somente a carteira com retornos negativos seguiu na mesma direção dos resultados divulgados.

Dantas, Medeiros e Lustosa (2006), seguindo a lógica de pesquisas que relacionam lucro e retorno das ações, substituíram a medida de resultados contábeis pela alavancagem operacional, utilizando como amostra companhias listadas na BOVESPA no período de 2001 a 2004. Os testes empíricos da pesquisa apresentam evidências de que a variável representada pela alavancagem operacional é estatisticamente relevante para explicar o retorno das ações e que a relação é positiva.

Silva e Fávero (2007) estudaram a relação entre a informação contábil e o preço das ações negociadas na BOVESPA. Os resultados apontaram que, no caso das ações ordinárias, o que apresenta impacto na variação de seus preços são as variáveis relacionadas ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos. Para as ações preferenciais os impactos nos preços estão relacionados ao *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) e o lucro líquido, e ainda o total da dívida bruta, sugerindo que, para

o mercado, quanto maior o custo da dívida, maior é a alavancagem financeira e, conseqüentemente, melhor é o resultado da empresa.

2.4 Avaliação de Desempenho

A avaliação do desempenho pode ser entendida como um processo de quantificação da eficiência e eficácia em relação às decisões tomadas por determinada corporação. Para Anthony e Govindarajan (2001, p. 559) a avaliação de desempenho tem por objetivo “[...] controlar a obediência à estratégia adotada”.

Camargos e Barbosa (2005, p. 103) ressaltam que:

Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura especializada para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, definida como uma técnica que considera os diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores, cuja análise histórica possibilita identificar a evolução do desempenho econômico-financeiro da empresa, bem como projeções de possíveis resultados futuros.

Assaf Neto (2006, p. 62) explica que, por buscarem a relação dos elementos afins contidos nos demonstrativos contábeis, os indicadores econômico-financeiros permitem avaliar com mais propriedade a situação da empresa.

A análise das demonstrações contábeis por intermédio de indicadores tem por objetivo estudar o desempenho financeiro de uma empresa em determinado momento passado, para diagnosticar sua posição atual e produzir resultados de tendências futuras. São analisados por intermédio desta técnica basicamente a liquidez, a estrutura patrimonial e a rentabilidade da empresa. (MARTINS, 1987)

Damodaran (2002, p. 29) considera que “[...] de todos os índices que podem ser utilizados para julgar o desempenho de uma empresa de capital aberto, o preço das ações é o mais identificável.”

2.5 Análise financeira de empresas

A análise financeira de empresas, também denominada análise de balanços, é uma técnica que permite avaliar as condições financeiras das empresas por meio de seus demonstrativos. Assaf Neto (2005, p. 104) assim considera:

[...] a análise das demonstrações financeiras visa fundamentalmente o estudo de desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período do passado, para diagnosticar, em conseqüência, sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras.

As razões que levam ao desenvolvimento da análise de uma empresa tendem a ser de caráter econômico e financeiro. Um investidor que pretende adquirir ações de determinada empresa necessita da análise para lhe fornecer uma expectativa de retorno sobre seu investimento. Da mesma forma, internamente a empresa precisa conhecer os resultados alcançados e avaliar seu desempenho. (SILVA, 2001)

A análise financeira de empresas possui como foco o atendimento às demandas de informações de usuários internos e externos da empresa. No entanto, é para os usuários externos, que normalmente não possuem acesso a informações de maior detalhamento, que esta técnica é utilizada com maior freqüência.

Os indicadores financeiros são relações entre as contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que possuem como objetivo fornecer informações que não são

facilmente visualizadas nas demonstrações financeiras (SILVA, 2001). Por intermédio dos indicadores, é possível analisar o desempenho da empresa de forma individual, bem como, em relação a outras empresas.

3 Metodologia

De acordo com os objetivos propostos, esta pesquisa é classificada como descritiva e explicativa, pois busca conhecer a relação entre o valor das ações de empresas no mercado e os indicadores contábil-financeiros. Em relação aos procedimentos foram selecionadas a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e o estudo de eventos.

No presente artigo, os eventos estudados são o fechamento de trimestre e a publicação dos demonstrativos contábeis das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Para tanto, são estudados o comportamento dos preços das ações ordinárias e preferenciais na data de fechamento do trimestre, e em datas defasadas em relação à data de publicação dos demonstrativos contábeis: 30, 15 e 5 dias antes da publicação, data da publicação, 5, 15 e 30 dias após a publicação, no período compreendido de 01/01/1998 a 31/03/2008.

A abordagem da pesquisa é quantitativa, compreendendo Análise de Correlação e Análise de Componentes Principais.

O Universo da pesquisa compreende 449 empresas registradas na BM&FBOVESPA em 31/12/2007. A amostra por contingência foi composta a partir da carteira teórica formada pelas empresas que participaram do Índice da BOVESPA (IBOVESPA), selecionadas de acordo com os seguintes critérios:

- 1- Empresas que participaram do IBOVESPA em Dezembro de 1997 e também participaram em Dezembro de 2007.
- 2- Empresas que participaram do IBOVESPA em Dezembro de 1997 e mantiveram registro junto à BOVESPA até Março de 2008.

Além destes critérios, para compor a amostra, a empresa deveria possuir cotação ininterrupta, ou de no mínimo 10 dias em cada mês, para o tipo de ação considerado, em todo o período amostral. O objetivo deste critério foi selecionar empresas que tiveram alta negociabilidade de suas ações, requisito necessário para atingir os propósitos do estudo.

O Quadro 1 apresenta as empresas e as respectivas ações selecionadas.

N.º	CÓDIGO DA EMPRESA	TIPO DE AÇÃO	
		ON	PN
1	ALPARGATAS	X	X
2	ARACRUZ	X	X
3	BRDESCO	X	X
4	BRASIL	X	
5	CELESC		X
6	CEMIG	X	X
7	CESP	X	X
8	COM GAS		X
9	COPEL	X	X
10	DURATEX VER		X
11	ELETRORAS	X	X

Quadro 1 - Empresas e ações selecionadas (Fonte: Os autores 2009)

Continua

			Conclusão
12	ELETROPAULO		X
13	EMAE		X
14	GERDAU		X
15	ITAUBANCO	X	
16	KLABIN	X	
17	LIGTH S.A	X	
18	LOJAS AMERICANAS	X	
19	LOJAS RENNER	X	
20	PERDIGÃO	X	
21	PÃO DE AÇÚCAR		X
22	PANAPANEMA		X
23	PETROBRAS	X	X
24	SABESP	X	
25	SADIA	X	X
26	SID NACIONAL	X	
27	SOUZA CRUZ	X	
28	TELEMAR	X	X
29	TELEMAR N L	X	X
30	TELESP	X	X
31	TIM PARTICIPAÇÕES	X	X
32	UNIPAR		X
33	VCP		X
34	VALE DO RIO DOCE	X	X
	TOTAL DE AÇÕES	24	24

Quadro 1 - Empresas e ações selecionadas (Fonte: Os autores 2009)

Esta pesquisa utiliza dados secundários, coletados no mês de agosto de 2008, junto à Base da Económica Software de Apoio a Investidores LTDA. Foram coletados os demonstrativos contábeis trimestrais e a cotação diária (preço de fechamento) das ações das empresas selecionadas. O período de análise totaliza 41 trimestres.

Todos os dados coletados são expressos em moeda ajustada pela inflação, de acordo com o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getulio Vargas.

O reconhecimento do mercado é representado pelos preços de fechamento diário das ações ordinárias ou preferenciais, referidos às seguintes datas: fechamento do trimestre; 30 dias, 15 dias e 5 dias antes da publicação; publicação dos demonstrativos; 5 dias depois; 15 dias depois; 30 dias depois, totalizando 8 observações de preços para cada tipo de ação, em cada trimestre.

As variáveis representativas do desempenho das empresas são os indicadores contábil-financeiros, definidos com base no estudo realizado por Luchesa (2004), e são mostrados no Quadro 2, juntamente com suas respectivas fórmulas.

N.º	DENOMINAÇÃO DO INDICADOR	FÓRMULA
01	Liquidez imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$
02	Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$
03	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
04	Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
05	Capital Circulante Líquido sobre Vendas	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}}{\text{Vendas}}$
06	Endividamento Geral	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
07	Rotação do Capital Próprio	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
08	Imobilização do Capital Próprio	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
09	Medida de Estabilidade	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
10	Margem Bruta	$\frac{\text{Vendas} - \text{Custo dos Produtos Vendidos}}{\text{Vendas}}$
11	Margem Operacional	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}$
12	Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}}$
13	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
14	Rentabilidade do Ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
15	Giro do Ativo	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$
16	Giro do Imobilizado	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Permanente}}$

Quadro 2 - Indicadores selecionados (Fonte: Adaptado de Luchesa, 2004)

4 Apresentação e Análise dos Dados

Esta seção trata da apresentação e análise dos dados e dos resultados alcançados. Os dados foram processados por meio do EXCEL e do SPSS *for Windows*, versão 13.0.

Na análise dos dados, primeiramente, foram construídos os 16 indicadores contábeis das 34 empresas selecionadas, para os 41 trimestres considerados. Posteriormente, foram identificados os pontos extremos (*outliers*) e verificado se existiam coincidências em relação a estes, ou seja, se os pontos extremos se apresentavam em mais de um indicador da mesma empresa. Isso, de modo geral, foi confirmado. Na seqüência foi realizada uma depuração nos indicadores com a exclusão de valores atípicos, aproximadamente 5% do total.

4.1. Análise de Componentes Principais

O reconhecimento do desempenho das empresas por meio de indicadores contábil-financeiros consistiu em extrair, rotacionar e interpretar os componentes principais dos referidos indicadores para todas as empresas e realizar uma primeira avaliação da força e da natureza da mencionada relação.

Os componentes principais dos 16 indicadores contábil-financeiros foram extraídos e rotacionados pelo Método VARIMAX, com Normalização Kaiser. Os resultados são mostrados na Figura 1.

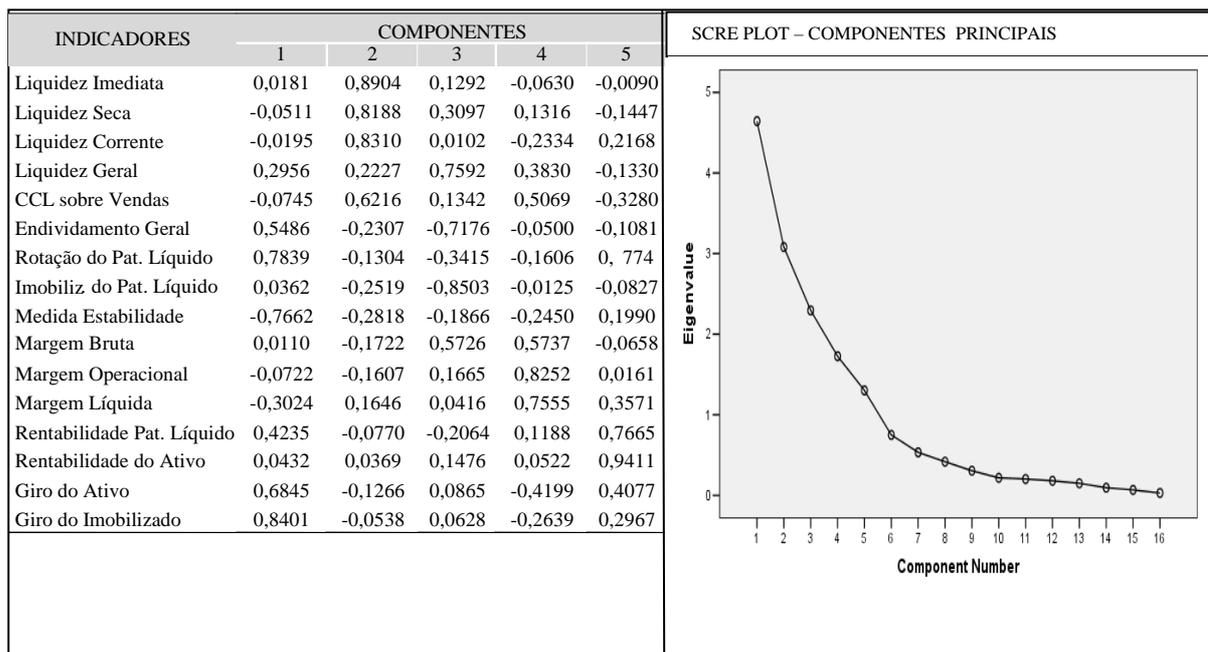


Figura 1 – Componentes Principais dos Indicadores Contábeis e seu *Scree Plot*
 Fonte: Os autores (2009)

A Figura 1 apresenta os componentes principais extraídos para os 16 indicadores contábil-financeiros e mostra o *Scree Plot* que confirma a seleção dos 5 componentes principais.

Os 5 componentes principais, de acordo com as variáveis mais significativas em suas composições, podem ser nomeados como:

- Componente 1 - Atividade
- Componente 2 - Liquidez Corrente
- Componente 3 - Liquidez Geral
- Componente 4 - Margem
- Componente 5 – Retorno

O total de variação absorvida pelos 5 componentes principais alcança 81,54%, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 - Total de variação explicada

COMPONENTE	VALOR CARACTERÍSTICO	% DA VARIAÇÃO	% ACUMULADO
1 - ATIVIDADE	3,0524	19,0774	19,0774
2 - LIQUIDEZ CORRENTE	2,9116	18,1973	37,2747
3 - LIQUIDEZ GERAL	2,5295	15,8097	53,0844
4 - MARGEM	2,4115	15,0721	68,1565
5 - RETORNO	2,1425	13,3909	81,5474

Fonte: Os autores (2009)

4.2. Correlação entre preços das ações em diferentes datas

Em relação aos preços das ações, buscou-se inicialmente observar se apresentam padrão diferenciado de correlação ao longo do tempo. Uma queda do coeficiente de correlação em relação aos demais, especialmente com o preço da data imediatamente anterior, estaria a indicar impacto de eventos como fechamento de trimestre ou publicação. Os coeficientes de correlação entre os preços das ações em diferentes datas é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 - Coeficientes de correlação entre preços das ações ON

DATAS	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Fechamento	1,000							
Publ. 30 dias antes	0,990	1,000						
Publ. 15 dias antes	0,986	0,994	1,000					
Publ. 5 dias antes	0,982	0,990	0,996	1,000				
Publicação	0,979	0,986	0,993	0,998	1,000			
Publ. 5 dias depois	0,977	0,982	0,989	0,995	0,998	1,000		
Publ. 15 dias depois	0,973	0,978	0,984	0,989	0,992	0,994	1,000	
Publ. 30 dias depois	0,963	0,965	0,971	0,977	0,981	0,986	0,992	1,000

* Nível de significância de 1%.

Fonte: Os autores (2009)

Todos os preços das ações ON, nas diferentes datas, apresentam coeficiente de correlação, entre si, superior a 0,96. Esta constatação não indica, em princípio, impacto do fechamento do trimestre ou da publicação dos demonstrativos contábeis. Observa-se apenas o padrão esperado de redução do coeficiente na medida do afastamento em relação à data de fechamento. A Tabela 3 mostra os coeficientes de correlação entre os preços das ações preferenciais:

Tabela 3 - Coeficientes de correlação entre preços das ações PN*

DATAS	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Fechamento	1,000							
Pub. 30 dias antes	0,992	1,000						
Pub. 15 dias antes	0,988	0,995	1,000					
Pub. 5 dias antes	0,982	0,990	0,996	1,000				
Publicação	0,980	0,986	0,993	0,998	1,000			
Pub. 5 dias depois	0,977	0,983	0,990	0,995	0,997	1,000		
Pub. 15 dias depois	0,971	0,975	0,984	0,989	0,992	0,996	1,000	
Pub. 30 dias depois	0,965	0,970	0,977	0,983	0,986	0,989	0,993	1,000

* Nível de significância de 1%.

Fonte: Os autores (2009)

No que se refere às ações PN, observa-se resultado muito semelhante: padrão de decréscimo do coeficiente de correlação com o afastamento da data de fechamento e ausência de variação abrupta, sem sinal de impacto dos eventos de fechamento de trimestre e de

publicação dos demonstrativos contábeis. Estes resultados, indicam que os eventos de fechamento de trimestre e de publicação das demonstrações financeiras não representam ruptura perceptível nas séries de preços tanto das ações ON como das ações PN.

4.3 Correlação de Pearson entre preços das ações e componentes principais

As Correlações de Pearson entre os preços das ações e os componentes principais representativos dos indicadores contábeis para as ações ON são mostradas na Tabela 4 e no Gráfico 1.

Tabela 4 - Correlação entre preços das ações ON e componentes principais*

COMPONENTES	PREÇOS							
	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Atividade	-0,0151	-0,0158	-0,0173	-0,0096	-0,0031	0,0032	0,0004	0,0087
Liquidez Corrente	0,1770	0,1706	0,1739	0,1847	0,1947	0,1987	0,2008	0,2123
Liquidez Geral	0,1292	0,1222	0,1157	0,1205	0,1234	0,1276	0,1287	0,1336
Margem	-0,0408	-0,0391	-0,0437	-0,0447	-0,0479	-0,0443	-0,0438	-0,0440
Retorno	-0,0165	-0,0131	-0,0181	-0,0165	-0,0138	-0,0108	-0,0079	-0,0025

* Nível de significância de 1%.

Fonte: Os autores (2009)

Como se observa, as maiores correlações para o grupo de empresas com ações ordinárias são obtidas para os componentes principais que representam os indicadores de Liquidez. E, ainda, o preço das ações que apresenta maior associação com os mencionados componentes principais se refere à data de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis.

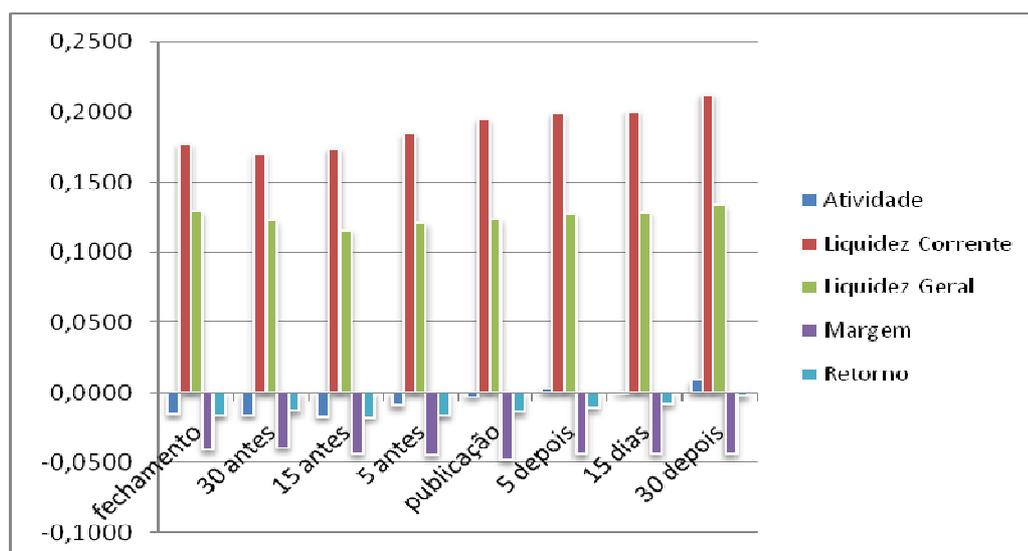


Gráfico 1 - Correlação entre preços das ações ON e os componentes principais

Pode-se observar, conforme o Gráfico 1, um padrão de crescimento das correlações entre os componentes principais e os preços das ações desde 30 dias antes da publicação até 30 dias após.

A Tabela 5 apresenta as correlações dos preços das ações com os componentes principais representativos dos indicadores contábeis para as ações PN.

Tabela 5 - Correlação entre componentes e preços das ações PN*

COMPONENTES	PREÇOS							
	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Atividade	0,2119	0,2215	0,2189	0,2253	0,2244	0,2318	0,2338	0,2351
Liquidez Corrente	0,1318	0,1345	0,1363	0,1404	0,1441	0,1486	0,1501	0,1541
Liquidez Geral	0,0959	0,0934	0,0875	0,0853	0,0882	0,0865	0,0900	0,0847
Margem	-0,1201	-0,1174	-0,1154	-0,1147	-0,1159	-0,1139	-0,1184	-0,1187
Retorno	-0,0545	-0,0573	-0,0519	-0,0504	-0,0482	-0,0462	-0,0394	-0,0370

* Nível de significância de 1%.

Fonte: Os autores (2009)

Diferentemente do observado para as ações ON, para as ações PN o maior coeficiente de correlação se refere ao Componente Atividade, representativo dos indicadores de Rotação do Patrimônio Líquido, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado . Os Componentes de Liquidez Corrente e de Liquidez Geral aparecem na segunda e na terceira posições, respectivamente. Também se observa diferença no que diz respeito ao padrão de crescimento dos coeficientes de correlação que, neste caso, apresentam tendência mais clara, conforme mostra o Gráfico 2.

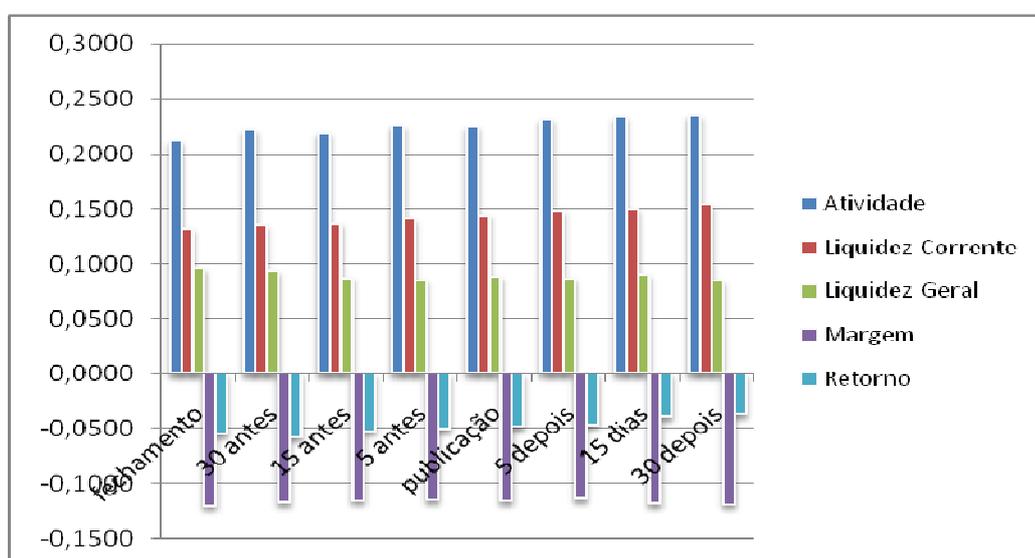


Gráfico 2 – Correlação entre preços das ações PN e componentes principais

As correlações observadas constituem evidência estatística de que o preço das ações ON e PN, especialmente o preço de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis, é correlacionado com o desempenho das corporações, representado pelos indicadores contábil-financeiros e de que tal correlação é de natureza diferenciada conforme o tipo de título considerado.

5 Conclusões

Ao realizarem determinado investimento, os acionistas esperam retorno para o seu capital e possuem a expectativa de que as decisões tomadas pelos executivos responsáveis pela gestão das empresas proporcionem resultados compensadores.

A evidência estatística de associação entre indicadores contábil-financeiros trimestrais representativos do desempenho das corporações e os preços tanto das ações ON como das ações PN mostra que o mercado se ajusta ao longo do tempo, de forma sistemática e contínua, não somente aos fatores conjunturais macroeconômicos mas também ao relativo sucesso da gestão das corporações.

É importante observar que as decisões corporativas que afetam os resultados de curto prazo devem estar de acordo com um plano estratégico de longo prazo, geralmente desconhecido pelo mercado, o que pode fazer surgir um processo de tentativa e erro e a interveniência de informação privilegiada.

Para as ações ordinárias, os componentes principais dos indicadores contábil-financeiros que apresentam maiores correlações com o preço das ações se referem a capacidade de pagamento das obrigações da empresa no curto prazo (Liquidez Corrente) e no longo Prazo (Liquidez Geral). Isso significa que, no curto prazo, o mercado de ações ON é relativamente mais sensível à solvência das corporações e tende a privilegiar essa informação contábil.

Para as ações preferenciais as maiores correlações são formadas pelo Componente Principal de Atividade, representado basicamente pelos indicadores: Rotação do Patrimônio Líquido, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado, seguido pelos Componentes Principais de Liquidez Corrente e Liquidez Geral. Portanto, no curto prazo, o mercado de ações PN tende a valorizar o ritmo de atividade das corporações, mostrando menor sensibilidade à situação de solvência das corporações.

Os resultados da pesquisa indicam, ainda, que as maiores correlações, seja para as ações ordinárias seja para as ações preferenciais são obtidas para o preço de 30 dias após a publicação dos Demonstrativos Contábeis, evidenciando que o mercado acionário brasileiro, neste estudo representado pelas empresas que negociam suas ações na BM&FBOVESPA, reconhece de forma relativamente lenta o desempenho das empresas no que diz respeito aos resultados de curto prazo. Essa constatação confirma que o mercado acionário brasileiro classifica-se como de eficiência moderada, para o qual a informação contábil possui relevância.

Referências

AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION . **A Statement of Basic Accounting Theory - ASOBAT**. American Accounting Association, 1966.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS. **Accounting Principles Board. Basic concepts and accounting principles underlying statements de business enterprises**. APB Statement n. 4, AICPA, 1970.

ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de Controle Gerencial**. Tradução: Adalberto Ferreira das Neves. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. **Estrutura e Análise de Balanços, um enfoque econômico-financeiro**. 8^a ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2 p. 159-178, Aut. 1968.

BEAVER, W. H. The information content of earning announcements empirical research in accounting: select studies. **Journal of Accounting Research**, v. 6, (Supplement), p. 67-92, 1968.

BEZERRA, LF. A.; LOPES, A. B. Lucro e Preço das Ações. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: www.bovespa.com.br. Acessos de: maio de 2007 a maio de 2009.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro Pós-Plano Real: um Estudo de Eventos dos Anúncios de Fusões e Aquisições. **Revista de Administração – USP**. São Paulo, v.41, n.1, p.43-58, jan./fev./mar. 2006.

_____. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, Abr./Jun. 2005.

CHEN, P.; ZHANG, G. How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. **Journal of Accounting and Economics**. 2007. n.43, p. 219–244.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Conceitual Básico: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis**. CPC, 2008. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf. Acesso em: 20/11/2008.

COSTA JR. N. C.; MEURER, R.; CUPERTINO, C. M. Existe Alguma Relação entre Retornos Contábeis e Retornos do Mercado de Ações no Brasil? **Revista Brasileira de Finanças**. 2007, v. 5, n. 2, p. 233–245. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1170/261>. Acesso em: 20/01/2009.

COSTA, P. S.; MONTEIRO, M. G.; BOTELHO, D. R. Estudo empírico do Ebitda e do RSPL com o preço da Ação nas Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica. **5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/576.pdf>. Acesso em: 18/07/2008.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Tradução de: RITTER, Jorge. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; LUSTOSA, P. R. Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 41, p. 72 – 86. Mai./Ago. 2006.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Statement of accounting concepts No. 1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises**. FASB, 1978.

_____. **Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 Qualitative Characteristics of Accounting Information**. FASB, 1980.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de SANVICENTE, Antônio Zoratto. São Paulo: Atlas, 1999.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. **Framework for preparation and presentation of financial statements**. Editado em abril de 1989. Adotado pelo IASB em abril de 2001. Disponível em: www.iasb.org. Acesso em: 13/12/2008.

LIMA, J. B. N. de; TERRA, P. R.S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: **XXVIII ENANPAD**. 2004. Curitiba. Anais do XXVII ENANPAD. 2004. v.1.

LIMA, G.A.S.F.; YAMAMOTO, M. M.;LIMA, I.S.; MALACRIDA, M. J. C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **RIC - Revista de Informação Contábil**. v. 2, no 1, p. 1-18, jan-mar/ 2008. Disponível em: <http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/91/70>. Acesso: 14/01/2009.

LOPES, A. B.. **A informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

_____. A teoria dos contratos, Governança Corporativa e Contabilidade. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

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

LUCHESA, C. J. **Estudo da adequação dos índices da Análise Econômico-Financeira às empresas Florestais, utilizando métodos estatísticos Multivariados**. Tese (Doutorado em Engenharia Florestal). Universidade Federal do Paraná. Curitiba. 2004.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços**. 6 ed. São Paulo, Atlas, 2003.

SILVA, J. P. **Análise Financeira das Empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M.. **Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.