

O DIFERENCIAL NO IMPACTO DOS RESULTADOS CONTÁBEIS NAS AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS NO MERCADO BRASILEIRO*

ALFREDO SARLO NETO

Professor Ms. e Pesquisador da FUCAPE – ES
E-mail: alfredo@fucape.br

ARIDELMO JOSÉ CAMPANHARO TEIXEIRA

Professor Doutor da FUCAPE – ES
E-mail: aridelmo@fucape.br

LENITA LOSS

Mestre em Contabilidade pela FUCAPE – ES
E-mail: ll@matrix.com.br

ALEXSANDRO BROEDEL LOPES

Prof. Dr. do Depto. de Contabilidade e Atuária da FEA-USP e Pesquisador do CNPq
E-mail: broedel@usp.br

RESUMO

Este estudo investiga o impacto das demonstrações contábeis nos preços das empresas negociadas no mercado brasileiro. O estudo procura verificar como os retornos de ações de tipos diferentes, ordinárias ou preferenciais, reagem à divulgação dos resultados contábeis anuais. Para a sua realização, adotou-se a mesma metodologia utilizada por Ball e Brown (1968) sobre dois grupos: o primeiro, formado pelas ações ordinárias, e o segundo pelas ações preferenciais. As amostras foram construídas a partir das informações das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) considerando-se o período compreendido pelo intervalo de 1990 a 2002. As evidências encontradas indicam que as variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados divulgados, confirmando a hipótese da relevância das informações contábeis para os investidores. Em contrapartida, para as ações ordinárias a hipótese foi confirmada parcialmente, pois somente a carteira com retornos negativos seguiu na mesma direção dos resultados divulgados.

Palavras-chave: Relevância da Contabilidade; Relação entre Lucro Contábil e Preço das Ações; Tipos de Ações (Ordinárias e Preferenciais); Capacidades Informacional; Estudo de Eventos.

ABSTRACT

This study examines the impact of financial statements on the prices of companies traded in the Brazilian market and aims to verify how the returns of different – common and preferred capital – types of stock, react to the disclosure of annual financial results. Hence, the methodology used by Ball and Brown (1968) was applied to two groups: the first, made up by common stock, and the second by preferred capital stock. The samples were built on the basis of data for companies traded in the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA), considering the period from 1990 to 2002. Evidence indicates that variations in the price of preferred capital stock are in accordance with disclosed results, which confirms the hypothesis about the relevance of accounting information for investors. On the other hand, what common stock is concerned, the hypothesis was partially confirmed, since only the portfolio with negative results followed the same direction as the disclosed results.

Keywords: Accounting Relevance; Relation between Accounting Profit and Stock Price; Stock Types (Common and Preferred Capital); Information Capacity; Event Study.

1 INTRODUÇÃO

Entre as diversas linhas de pesquisa às quais a Contabilidade se dedica, a pesquisa em mercados de capitais possui, atualmente, uma posição de destaque. Essa linha de pesquisa começou a se desenvolver a partir dos anos 60, acompanhando o desenvolvimento das primeiras teorias de finanças e, conforme Watts e Zimmerman (1986), a pesquisa em mercado de capitais tornou-se uma das áreas mais profícuas na academia contábil internacional.

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.

Nesse contexto, encaixa-se o conceito de *Information Approach* (abordagem da informação), no qual a Contabilidade é considerada como um meio de transmissão de informação. Sob a abordagem do *Information Approach*, as variáveis contábeis¹, como o Patrimônio Líquido e o Resultado (Lucro ou Prejuízo) devem possuir capacidade informacional. O potencial de transmitir informações que possam influenciar as expectativas de seus usuários corresponde à capacidade informacional das variáveis contábeis.

O primeiro estudo empírico sobre essa linha de pesquisa, *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, foi elaborado por Ball e Brown, em 1968. Observando a relação entre o sinal (direção) dos lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova York, os autores encontraram evidências sobre a relevância das demonstrações contábeis divulgadas para os investidores.

Após a sua publicação, seguiu-se a elaboração, por parte de outros autores, de uma série de trabalhos analisando a relação entre variáveis contábeis e o preço das ações. Em muitos trabalhos como o de Beaver, Clark e Wright (1979), que estudaram o impacto da magnitude dos lucros, constatou-se que não há uma correlação perfeita entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações. As

evidências encontradas nesses trabalhos indicam que a relevância dos números contábeis depende de vários fatores presentes no ambiente econômico. Dentre esses fatores, podem-se destacar as variáveis macroeconômicas e microeconômicas (taxa de juros, tipos de indústria etc), e as características do mercado acionário (valor de mercado, liquidez, regulamentação etc).

As pesquisas que procuram investigar a relação entre as informações contábeis e os preços das ações foram amplamente praticadas nos países que possuem mercados de capitais desenvolvidos (Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália). Recentemente, esse tipo de pesquisa começou a ser praticada em mercados menos desenvolvidos (inclusive o mercado brasileiro), devido, principalmente, ao interesse e ao crescimento dos mercados de capitais nessas economias.

Considerado subdesenvolvido, o mercado acionário brasileiro possui características próprias e muito diferentes daquelas observadas nos mercados desenvolvidos. Entre as principais características abordadas pela literatura nacional² se encontram: a pouca proteção dos minoritários, a concentração do controle acionário, o excesso de regulamentação etc.

De grande relevância, alguns estudos realizados no mercado acionário brasileiro, tais como: Perobelli e Ness (2000), Bernardo (2001), Lopes (2001), Martinez (2002) e Sarlo Neto (2003), tiveram como objetivo analisar a relação entre os preços das ações e os resultados contábeis. Porém, esses trabalhos se dedicaram a analisar a reação do conjunto de todos os tipos de ações das empresas presente no mercado. Com a intenção de ampliar o conhecimento sobre a utilidade das informações contábeis para o mercado de capitais brasileiro, este estudo não se restringirá a observar e analisar apenas a relação entre os preços do conjunto de todos os tipos de ações e os resultados contábeis divulgados. Esta pesquisa tem como finalidade observar a influência de uma determinada característica presente no mercado acionário brasileiro sobre essa relação. De maneira específica, esta pesquisa se encontra formatada para analisar qual o impacto da divulgação dos resultados contábeis em cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais).

Considerando o tipo de ação como uma das características do mercado brasileiro, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: Como os preços das ações de tipos diferentes, ordinária ou prefe-

¹ Variáveis contábeis significam qualquer número ou informação gerados e/ou emitidos pela Contabilidade.

² Nóbrega (2000) apresenta uma lista dos fatores que precisam ser modificados para que o mercado brasileiro se desenvolva.

rencial, negociadas no mercado acionário brasileiro reagem à divulgação dos resultados contábeis anuais pelas empresas negociadas?

Espera-se que o estudo venha a complementar e enriquecer as evidências empíricas que tratam da relevância da informação contábil para o mercado acionário brasileiro. E em sentido mais amplo, este trabalho procura contribuir para ampliar o conhecimento sobre o papel da Contabilidade para o mercado brasileiro e, conseqüentemente, para os mercados menos desenvolvidos.

2 A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O RETORNO DOS PREÇOS DAS AÇÕES

A Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente define que as variações dos preços das ações incorporam todas as informações e expectativas sobre as empresas. Sob uma de suas formas, a semi-forte, somente as informações publicamente disponíveis seriam refletidas nos preços das ações.

Um mercado é dito eficiente no sentido semi-forte quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informações tais como demonstrações financeiras publicadas pela empresa, bem como dados históricos de preço (ROSS, 1995, p.267).

Num cenário, em que o mercado é eficiente na forma semi-forte, as informações geradas pela Contabilidade deveriam estar refletidas nos preços das ações. Então, nessa situação haveria uma forte relação entre a Contabilidade e o mercado, de forma que a alteração em uma variável contábil provocaria a variação dos preços das ações.

Muitas pesquisas foram realizadas com a finalidade de encontrar evidências sobre o impacto da Contabilidade nos preços das ações. O primeiro trabalho dessa linha de pesquisa foi desenvolvido pelos professores Ball e Brown, em 1968, no qual foi analisada a influência dos lucros residuais sobre os preços das ações.

Seus resultados, dizendo essencialmente que os preços de títulos variam na mesma direção dos lucros contábeis, [...] Isso pode estar ocorrendo porque os títulos estão reagindo aos mesmos eventos que os lucros. Alternativamente, pode estar ocorrendo que os lucros transmitem informação ao mercado de títulos. No mínimo, o mercado se comporta como se os lucros contivessem informação. (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999, p. 206).

Entretanto, os resultados apresentados nessa pesquisa e em muitas outras que a sucederam não apresentaram correlação perfeita (igual a 1) entre o lucro e o preço das ações. As evidências encontradas assinalam que, apesar de seguirem a mesma direção, lucros e preços apresentam variações com intensidades diferentes, ou seja, as variações positivas nos lucros estão relacionadas com variações positivas nos preços, mas não com a mesma escala de variação.

Parte do motivo para a falta de correlação perfeita está no fato de que os preços captam o impacto de um conjunto de informações muito mais amplo do que o representado apenas por lucros contábeis. Por exemplo, os preços reagem a coisas tão exóticas como boatos de guerra e tão corriqueiras quanto variações da taxa de juros de Letras do Tesouro. (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999, p. 206).

As evidências encontradas servem como suporte para construções de hipóteses de pesquisa sobre as influências dos mais diversos tipos de elementos quanto à relação entre lucros e preços. Entre esses diversos elementos podem ser considerados aqueles presentes no ambiente econômico, como o nível das taxa de juros e o nível de liquidez do mercado, ou aqueles presentes no ambiente governamental ou societário da Contabilidade, como a regulamentação ou a classificação das ações negociadas.

Nos mercados desenvolvidos, a hipótese sobre a influência desses elementos sobre a relação entre lucro e os preços foi amplamente estudada. Por exemplo, Grant (1980) encontrou evidências de que o efeito tamanho da empresa não impacta nesta relação; Ball, Kothari e Watts (1993) encontraram evidências sobre a influência da mudança do risco da empresa; Park e Pincus (1997) confirmaram a hipótese sobre a influência do endividamento. Em mercados menos desenvolvidos, incluindo o Brasil, esse tema ainda foi pouco investigado. Na Espanha, Pellicer e Rees (1999) encontraram evidências sobre a influência da regulamentação, e no mercado brasileiro, Terra (1993) conseguiu a partir da análise de três fatores (liquidez, a proximidade entre as datas das assembleias gerais de acionistas e a proximidade das datas de vencimento das opções de compra) encontrar evidências sobre a diferença de preços entre ações de diferentes espécies, Lopes (2001) analisou a influência dos intangíveis sobre a relevância dos números contábeis, Guimarães e Ness (2001) pesquisaram diversos fatores (*free-float*, diferença de participação, estrutura acionária, controle das prefe-

renciais e dividendos) que pudessem influenciar a diferença do desempenho relativo entre ações ordinárias e preferenciais e Sarlo Neto (2002) investigou a influência do excesso da regulamentação da Contabilidade sobre os setores financeiro e elétrico.

3 A CLASSIFICAÇÃO E A DEMANDA POR CADA AÇÃO NO MERCADO BRASILEIRO

Dentro de uma abordagem geral, uma ação pode ser definida conforme a descrição de Fortuna (1999, p.371):

As ações são títulos representativos do capital social de uma companhia que, no caso, é dita aberta por ter seus títulos negociados em bolsa de valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao público. Têm de se sujeitar a todas as regras de *disclosure*.

Entretanto, de acordo com o ambiente econômico e jurídico vigente em determinado mercado, existe a demanda por uma classificação de ações que possuam direitos e obrigações diferentes.

Dentro da realidade brasileira, observada a legislação, as ações são classificadas basicamente em dois tipos³: ordinárias e preferenciais. As diferenças entre as ações se encontram nos direitos e nas vantagens conferidas ao portador de cada um dos ativos. Resumidamente, segue a descrição adaptada de Assaf Neto (2001, p.87) sobre cada tipo de ação:

- **Ordinárias:** possuem como principal característica o direito de voto, ou seja, a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Os detentores desse tipo de ação deliberam sobre a atividade da companhia, aprovam as demonstrações contábeis, decidem sobre a destinação dos resultados e são responsáveis pela eleição da Diretoria e pelas alterações nos estatutos.
- **Preferenciais:** têm prioridade no recebimento de dividendos (antes dos acionistas ordinários) e a vantagem da fixação de um dividendo mínimo ou fixo⁴. E, ainda, possuem

preferência no reembolso do capital em caso da dissolução da sociedade.

A classificação de ações, entre ordinárias e preferenciais, não existe somente no mercado brasileiro. Esse sistema é adotado em muitos mercados, inclusive nos desenvolvidos (Estados Unidos, por exemplo). Para o propósito desta pesquisa, a importância não reside na classificação, mas no conjunto de direitos e de obrigações impostas a cada tipo de ação, conferindo a cada uma delas uma demanda específica por parte do investidor.

De acordo com as características e as atribuições de cada ação, pode-se deduzir que os interesses de cada investidor podem ser diferentes conforme o tipo de ação adquirida. Segundo Srour (2002, p.4), desde a primeira versão da legislação societária brasileira, adotou-se um sistema de categorias de acionistas que, por não terem iguais direitos nem idênticas obrigações, passaram a ter também interesses divergentes.

Conforme os comentários de Assaf Neto (2001), pode-se relacionar para cada tipo de ação um determinado interesse:

Tabela 1 – Interesses relacionados com cada tipo de Ação

Ação	Interesse	Consideração
Ordinária	Controle	O poder de decisão concentra-se no investidor que detenha a maior quantidade de ações ordinárias.
Preferencial	Remuneração	O lucro é mais importante que o controle da companhia, priorizando a distribuição dos resultados.

Fonte: Assaf Neto (2001).

Assim, por apresentar características diferentes, cada ação representa um determinado interesse para o investidor. Dessa maneira, as ações preferenciais são procuradas pelos investidores

³ Ainda, pela Legislação Brasileira, existem as ações de fruição (gozo, ou partes beneficiárias). São tipos de ações de interesse apenas para os fundadores da empresa. Por não serem objeto de negociação em mercados organizados, esses tipos de ações não serão abordadas neste estudo.

⁴ Na prática, conforme Assaf Neto (2003, p.432), a legislação societária no Brasil diz que as ações preferenciais podem ter direito à preferência a um dividendo *mínimo* ou a um *dividendo fixo*, que podem ser cumulativos ou não. [...] *Dividendo preferencial fixo* é uma figura difícil de ser encontrada na prática, não se convertendo em rotina no nosso país, ao contrário de outros países onde ele é usual. [...] *Dividendo preferencial mínimo*, forma já extremamente disseminada no Brasil, é um valor que pode, a critério da empresa, ser aumentado em cada ano.

que priorizam a remuneração (dividendos) e, em contrapartida, ações ordinárias são demandadas por investidores que priorizam o controle.

Outro fator que intensifica a diferença e a atenção dos investidores entre os tipos de ações é o modelo de governança corporativa vigente em determinado mercado. Países que adotam o *Civil-Law*⁵, como o Brasil, possuem sistemas mais fracos de proteção para os acionistas minoritários, que favorecem a distorção entre os tipos de ações.

Em uma abordagem alternativa do agenciamento, os dividendos são um substituto para a proteção legal. Esta abordagem baseia-se na necessidade das companhias recorrerem, ao menos ocasionalmente, a mercados externos importantes para angariar fundos. Para poder levantar fundos externos de forma atrativa, uma companhia deve estabelecer uma reputação baseada em moderação, quando relaciona-se com os acionistas. Uma forma de estabelecer esta reputação é pagar dividendos cuidando para reduzir o que fica retido na companhia sujeito a um eventual mau uso. Para que este mecanismo funcione, a companhia jamais deve querer construir sua reputação parando de pagar dividendos e utilizando-se mau deste recurso. A companhia nunca poderia querer ter boa reputação se, por exemplo, existe bastante incerteza sobre seus fluxos futuros de caixa e, afinal, a opção de voltar ao mercado é sempre valiosa e importante (Bulow e Regoff (1989)). Uma reputação construída com base em um bom tratamento dado aos acionistas é mais importante aos minoritários quando o país é de fraca proteção legal, até mesmo porque estes acionistas têm pouco mais em que confiar. Conseqüentemente, a necessidade do uso de dividendos para estabelecer esta reputação é mais importante em tais países. [...] Esta abordagem implica, portanto, que as taxas payouts de dividendos devem ser maiores em países de fraca proteção legal se comparadas às dos países de forte proteção. (tradução nossa) (LA PORTA et al., 2000).

Além da diferença imposta pela legislação societária e ao incentivo proporcionado pelo sistema legal adotado, existem no mercado brasileiro outros fatores que favorecem a distorção de interesses entre as ações e, conseqüentemente, a sua capacidade informacional.

4 A CAPACIDADE INFORMACIONAL DE CADA TIPO DE AÇÃO

Considerando as diferenças existentes entre os tipos de ações e o modelo de governança corporativa existente no mercado acionário brasileiro, levanta-se a questão de qual seria a relevância das informações divulgadas pela Contabilidade sobre as expectativas dos investidores em cada tipo de ação. Entretanto, para realizar qualquer inferência sobre essa questão, algumas características do mercado acionário brasileiro, em conjunto com as apresentadas, devem ser analisadas:

- **Interesses opostos:** cada tipo de ação representa um interesse para o seu investidor, enquanto a ordinária representa o interesse pelo controle (voto), a preferencial representa o interesse pela remuneração (dividendos).
- **Fixação Funcional:** a alta volatilidade do mercado acionário brasileiro provoca um aumento do nível de incerteza em relação aos eventos futuros, incentivando a procura por investimentos que proporcionem ganhos no curto prazo. Entre esses investimentos, pode ser enquadrada a ação preferencial que possui a obrigação de pagamento de dividendos mínimos.
- **Concentração do Mercado:** Prociány e Caselini (1997) afirmam que, por ser pequeno, o mercado brasileiro apresenta-se bastante concentrado, o que leva à perda de interesse dos investidores pelas ações ordinárias. Dado que o controle é bastante identificado, há dificuldades para as livres negociações de mercado e para os movimentos dos preços. Essa concentração no controle acionário das empresas faz com que não haja um número expressivo de ações ordinárias em negociação, direcionando a procura e a negociação para as ações preferenciais.
- **Participação do Controlador na Gestão:** a concentração do controle proporciona ao investidor a vantagem de participar da gestão da empresa. Segundo Loss (2003) boa parte das empresas brasileiras são familiares não sendo incomum acionistas controladores tomarem parte na administração da companhia. Por ter o controle e a gestão, o controlador tem acesso privilegiado a informações sobre as atividades da empresa. Assim, o

⁵ Em uma série de artigos, La Porta estuda o efeito de dois modelos legais de sistema (*Common-Law e Civil-Law*) sobre o mercado de capitais. Com base nesses estudos, os autores concluíram que a evolução do mercado de capitais está diretamente relacionada com o sistema legal adotado.

controlador obtém informações detalhadas da empresa sem precisar recorrer à Contabilidade. Com a concentração do controle acionário, a Contabilidade não exerce, para o acionista controlador, o seu papel de redutora da assimetria informacional.

Sob as considerações dos pontos analisados, as informações divulgadas pela Contabilidade devem exercer influências diferentes sob as expectativas dos investidores dependendo do tipo de ação que ele possua. Nesse sentido, os resultados contábeis divulgados devem representar uma fonte de informação relevante para os investidores em ações preferenciais, pois o lucro contábil servirá para confirmar as suas expectativas e reduzir a assimetria informacional sobre os dividendos futuros. Como para os investidores em ações ordinárias a prioridade é o controle, a informação contábil divulgada não representa uma ferramenta para a redução da assimetria informacional.

5 HIPÓTESES

Considerando a legislação societária vigente no mercado acionário brasileiro, em que os tipos de ações conferem aos seus titulares direitos diferentes, e assumindo a informação contábil como importante fonte de informação para o mercado financeiro, pode-se estruturar de forma sintética (Figura nº1), a relação entre os tipos de ações e a relevância da informação contábil.

Assumindo a premissa de que o acionista possui diferentes interesses (controle ou dividendos), conforme a opção de investimento realizada em determinado tipo de ação (ordinária ou preferencial), e que o nível de relevância da informação contábil esteja vinculado a esse determinado interesse, estruturam-se as seguintes hipóteses complementares de trabalho:

- H_0a : Os preços das ações ordinárias das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro não reagem (não antecipam e não variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.
- H_0b : Os preços das ações preferenciais das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro reagem (antecipam e variam na mesma direção) aos resultados contábeis divulgados.

As hipóteses elaboradas procuram comparar a reação dos preços ante a divulgação dos lucros contábeis entre as ações, preferencial *versus* ordinária, procurando evidências sobre a interferência do tipo de ação sobre a relevância da informação contábil para o mercado.

A forma como foram elaboradas as hipóteses, através de afirmações opostas: reagem ou não reagem, podem indicar que os lucros são irrelevantes para os acionistas ordinários. Como a pesquisa procura evidências sobre a direção (sinalização) e não sobre a magnitude da relação estudada, espera-se

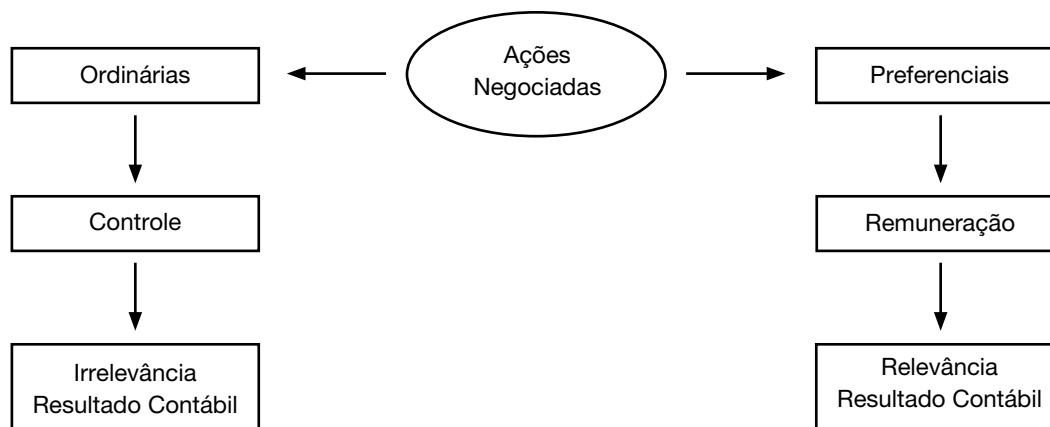


Figura 1 – Tipos de Ações e Relevância do Resultado Contábil

Fonte: Autores.

que as ações ordinárias variem à divulgação dos lucros, mas sem apresentar uma evolução bem definida à divulgação das informações contábeis durante o período observado. Em contrapartida, espera-se que os retornos das ações preferenciais registrem uma evolução na mesma direção dos lucros divulgados.

6 METODOLOGIA

A pesquisa utilizará, com as devidas adaptações para a sua aplicação no ambiente brasileiro, a mesma metodologia adotada por Ball e Brown (1968). A metodologia adotada é composta por um estudo de evento. No caso dessa pesquisa, que procura observar se as informações contábeis contidas nas demonstrações divulgadas são refletidas pelo preço das ações, o estudo de evento enquadra-se como uma metodologia adequada. De acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), considerando a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento são imediatamente refletidos nos preços das ações.

6.1 Definição do Evento

Como data do evento, também chamada de data (0), foi considerada a data de divulgação⁶ das demonstrações contábeis anuais. O período pré-evento engloba os meses de (-12) a (0), sendo o período pós-evento formado pelos meses (0) a (+6). De forma integral, a amplitude do evento é de 18 meses, com início um ano (-12) antes do evento (0) e com término seis meses após (+6).

Pela amplitude definida para o evento, nota-se que a pesquisa parte da premissa de que a divulgação dos lucros anuais é considerada como uma forte sinalização sobre as expectativas futuras de uma empresa. A pesquisa utiliza a divulgação das informações contábeis para o mercado como evento potencial para inferir uma variação nos preços das ações. Ao examinar a variação dos preços em torno (antes, durante e depois) do evento, pode-se conhecer a atitude dos investidores em virtude da divulgação das informações contábeis.

6.2 Lucro Anormal – LA

Para o cálculo dos lucros anormais, foi utilizado o *naive model*⁷ (modelo ingênuo), inicialmente indicado e utilizado por Ball e Brown (1968). Esse modelo, segundo Procianny (2001) prevê que o valor atual será o mesmo valor do ano anterior, estabelecendo que o erro de previsão é simplesmente a variação entre o período atual e o anterior. Desse modo, os lucros anormais (LA) devem ser definidos da seguinte forma:

$$LA_{i,t} = Luc_{i,t} - Luc_{i,t-1} \quad (1)$$

Em que:

$Luc_{i,t}$ = Lucro Contábil da empresa i do ano t e

$Luc_{i,t-1}$ = Lucro Contábil da empresa i no ano t-1.

A partir do cálculo resultante dessa fórmula, a informação presente no Lucro Anormal pode ser classificada em duas: se o resultado for positivo, a informação é considerada como favorável aos

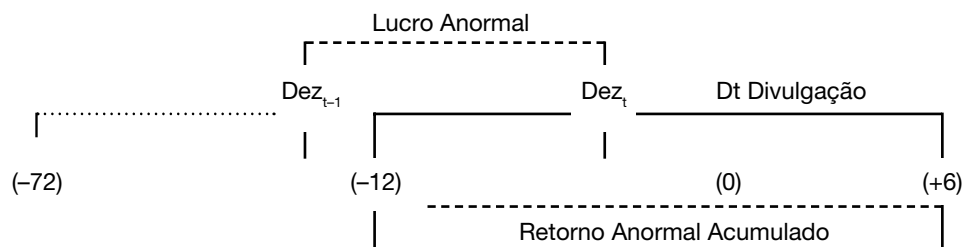


Figura 2 – Intervalos do Evento

Fonte: Autores.

⁶ A data de divulgação não compreende a data de publicação, na qual as demonstrações são efetivamente publicadas em algum meio impresso de comunicação conforme a legislação. A data de divulgação considerada na pesquisa é aquela em que as demonstrações contábeis são disponibilizadas ao mercado.

⁷ Conforme Watts e Zinermam (1986), *naive-model* consiste num modelo aleatório simples (*random walk model*) de lucros anuais, em que: $A_{it} = A_{it-1} + w_{it}$, em que: $E(w_{it}) = 0$, $\sigma^2(w,t) = \text{constante}$ para todos t e covariância $(w_{it}, w_{it+1}) = 0$ para todos $t < 0$.

investidores e denominada como *good news*; por outro lado, se o resultado for negativo, a informação é considerada como desfavorável aos investidores e, assim, denominada como *bad news*.

6.3 Retorno Anormal – RA

Para esta pesquisa foi selecionado o modelo estatístico conhecido como Modelo de Mercado. Esse modelo estatístico foi o mesmo utilizado por Ball e Brown (1968), e também amplamente utilizado em estudos de eventos. Sendo o retorno⁸ da ação calculado da seguinte forma:

$$r_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (2)$$

Em que:

- $r_{i,t}$ = taxa de retorno da ação i no período [t,t-1],
- $P_{i,t}$ = preço da ação i no mês t e
- $P_{i,t-1}$ = preço da ação i no mês t-1.

Para o cálculo do retorno anormal será utilizado o Modelo de Mercado, que consiste em um modelo estatístico representado por uma regressão linear entre os retornos r_i de uma determinada ação e os retornos da carteira do mercado r_m .

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

- $r_{i,t}$ = Retorno da empresa i no período t;
- α_i = Interceptor da empresa i;
- β_i = Coeficiente de variação da empresa i no período t;
- $r_{m,t}$ = Retorno do mercado no período t e
- $e_{i,t}$ = Erro da empresa i no período t.

Por meio dos estimadores⁹ calculados pelo modelo de mercado, podem-se calcular os retornos esperados para uma ação em um determinado período de acordo com a seguinte equação:

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} \quad (4)$$

Em que:

- $E(r_{i,t})$ = Retorno esperado da empresa i no período t;
- α_i = Interceptor da empresa i;
- β_i = Coeficiente de variação da empresa i no período t e

$r_{m,t}$ = Retorno do mercado no período t.

A diferença entre o retorno esperado $E(r_{i,t})$ pelo Modelo de Mercado e o retorno da ação $r_{i,t}$ em um determinado período é denominada de retorno anormal. Depois de calcular o retorno esperado pelo Modelo de Mercado, encontra-se o retorno anormal da seguinte forma:

$$RA_{it} = r_{it} - E(r_{i,t}) \quad (5)$$

Em que:

- RA = Retorno Anormal para a empresa i no período t;
- r_{it} = Retorno da empresa i no período t e
- $E(r_{i,t})$ = Retorno esperado da empresa i no período t.

6.4 Retorno Anormal Acumulado – CAR

O retorno anormal acumulado (CAR) de cada ação é calculado a partir da capitalização dos retornos anormais mensais apurados até uma determinada data t. Sendo a amplitude do evento igual a 16 meses, com início no mês -12 e final no mês +6, tem-se para o cálculo do retorno anormal acumulado (CAR) a seguinte equação:

$$CAR_{it} = \prod_{t=-11}^T (1 + RA_{it}) - 1 \quad (6)$$

$$T = -11, -10, \dots, +5, +6$$

Em que:

- CAR = Retorno Anormal Acumulado para empresa i e
- RA = Retorno Anormal para a empresa i no período t.

O índice de retorno acumulado demonstra o comportamento da ação durante a janela do evento. Por meio desse índice, torna-se possível acompanhar a reação da ação antes, durante e depois da divulgação das informações contábeis.

6.5 Índice de Performance Retorno Anormal Acumulado – IPRA

Para obter o Retorno Anormal Acumulado de uma carteira de ações, utiliza-se como mensuração a média aritmética dos retornos anormais das ações

⁸ Os retornos mensais dos ativos foram calculados com base em 22 dias úteis.

⁹ Os estimadores α (interceptor) e β (coeficiente de variação) foram calculados com base em um intervalo de 60 meses.

agrupadas. Esse método possibilita mensurar a média dos retornos anormais para o conjunto de ações/empresas que apresentem o mesmo resultado (lucro ou prejuízo).

$$IPRA_t = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N \prod_{t=-11}^T (1 + RA_{n,t}) \quad (7)$$

$$T = -11, -10, \dots, +5, +6$$

Em que:

IPRA = Índice de Performance de Retorno Anormal Acumulado;

RA = Retorno Anormal para a empresa *i* no período *t* e

N = nº de ações por resultado (*good news* ou *bad news*).

A construção desse índice possui a finalidade de resumir, por meio de uma medida única, a *performance* de um determinado grupo de ações. No caso específico desta pesquisa, existe o interesse de verificar e comparar¹⁰ a *performance* entre os grupos de ações que divulgaram *Good news* (lucro anormal positivo) e *Bad news* (lucro anormal negativo).

7 SELEÇÃO DOS DADOS E DAS AMOSTRAS

A base de dados deste estudo foi formada pelas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. As informações sobre as empresas pesquisadas foram obtidas por intermédio do banco de dados disponibilizado pela Economatica.

A pesquisa analisou o período após o Plano Real contemplando os exercícios contábeis de 1995 a 2001. Considerando-se que os eventos (data de divulgação) ocorrem após o encerramento

do exercício, e que os retornos anormais foram calculados com base em parâmetros mensurados com base em 60 meses anteriores, o período integral para coleta e análise de dados foi de 1º de janeiro de 1990 a 12 de dezembro de 2002. Para atender às necessidades da pesquisa, foram coletados os seguintes dados:

- **Resultado Contábil:** foram considerados os resultados contábeis anuais, apurados durante os 12 meses de cada exercício (1º de janeiro a 31 de dezembro);
- **Data do Evento:** foi considerada a data de divulgação¹¹ das publicações financeiras, o dia em que as informações contábeis foram disponibilizadas aos acionistas e a outros interessados;
- **Lucro Contábil:** foi utilizada a forma Lucro por Ação (LPA)¹² e
- **Preço dos Ativos:** consideraram as cotações diárias de fechamento ajustadas por proventos¹³.

Os dados coletados na pesquisa estão em moeda ajustada pela inflação (IGP-DI), e foram selecionadas todas as ações, ordinárias ou preferências, que contemplassem os seguintes critérios de seleção:

- Apresentassem cotação¹⁴ em todos os meses compreendidos pelo período analisado (janeiro/1990 a dezembro/2002) e
- Apresentassem os resultados contábeis e respectivas datas de divulgação para os exercícios compreendidos pelo período analisado.

Por meio dos critérios de seleção apresentados e a partir da população de todas as ações negociadas na BOVESPA, durante o período de pes-

¹⁰ Para testar se as diferenças entre os retornos anormais acumulados entre os dois grupos de ações estudados – lucro anormal positivo e lucro anormal negativo – são estatisticamente diferentes, foi utilizado o seguinte procedimento:

$$Z = \frac{CAR_+ - CAR_-}{\sqrt{\frac{\sigma_+^2}{n_+} + \frac{\sigma_-^2}{n_-}}}$$

Em que: *Z* = Estatística teste, *CAR*₊ = Retorno anormal acumulado carteira positiva, *CAR*₋ = Retorno anormal acumulado carteira negativa, σ^2 ₊ = Variância da carteira positiva, σ^2 ₋ = Variância da carteira negativa, *n*₊ = Número de ações na carteira positiva, *n*₋ = Número de ações na carteira negativa.

¹¹ As datas dos eventos coletadas foram conferidas no *website* da BOVESPA ([www. Bovespa.com.br](http://www.Bovespa.com.br)), ou pelos *sites* ou departamentos de atendimento ao acionistas das respectivas empresas.

¹² O Lucro por ação: $LPA_{i,t} = LL_{i,t} / n_{i,t}$ em que: *LL*_{*i,t*} = Lucro Líquido da empresa *i* no período *t*, *n*_{*i,t*} = Nº ações em circulação da empresa *i* em *t*.

¹³ Dividendos, bonificações e subscrições são incorporadas no preço da ação.

¹⁴ Algumas séries de preços apresentaram-se incompletas (algumas ações não registraram cotações em todos os dias de todos os meses do período analisado). Nesses casos, as séries foram completadas por intermédio da ineterpolação Linear.

quisa, foi obtida uma amostra de 108 ações, sendo 25 ordinárias e 83 preferenciais, de 93 empresas diferentes (Apêndice A).

De posse dos dados selecionados, houve a aplicação da metodologia indicada gerando um conjunto de eventos. Por intermédio das ações e correspondentes lucros por ação selecionados foi gerado um total de 756 eventos para o período analisado.

No interesse de manter o rigor científico deste estudo, foram excluídos da amostra todos os eventos que não atenderam na data 0 (data de divulgação) às seguintes restrições:

- valores de β significantes para um nível de 10%, e
- ausência de autocorrelação¹⁵ dos resíduos.

Após a exclusão dos eventos pelas restrições¹⁶ impostas, a amostra final, denominada, a partir desse momento, de amostra do mercado, acabou sendo formada por um total de 559 eventos.

De posse da amostra de mercado, os eventos foram classificados e separados conforme o tipo de ação (ordinária ou preferencial). Por meio desse procedimento, houve a formação de duas sub-amostras, uma formada com os eventos referentes às ações ordinárias, e outra formada com os eventos referentes às ações preferenciais. Em etapa posterior, as sub-amostras foram divididas em *Good News* e *Bad News*, conforme o sinal do lucro anormal.

Tabela 2 – Número de Eventos por Carteiras e Sub-amostras

Sub-amostras	Carteiras		Total
	<i>Bad News</i>	<i>Good News</i>	
Ordinárias	57	80	137
Preferenciais	185	237	422
Mercado	242	317	559

Fonte: Autores.

8 RESULTADOS ENCONTRADOS

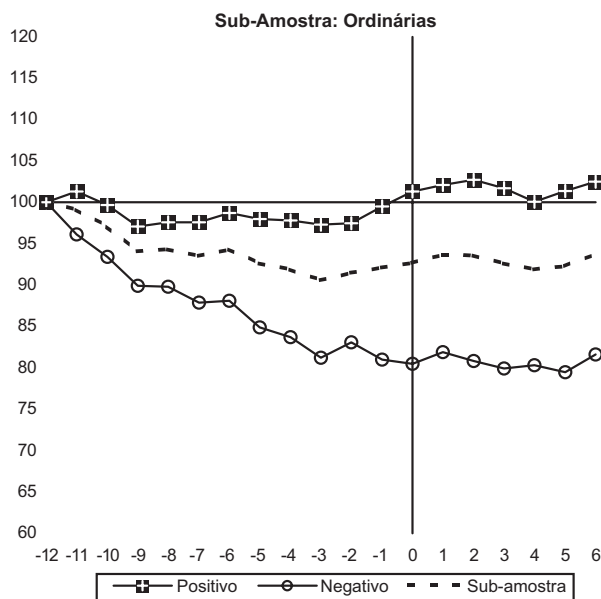
8.1 Sub-Amostra Ordinárias

Essa sub-amostra contempla, apenas, os eventos realizados por todas as ações do tipo ordinária presentes no mercado.

De acordo com as variações descritas no Gráfico 1, observa-se que as carteiras apresentaram um comportamento assimétrico. Somente a carteira *Bad News*, com retornos anormais negativos, evoluiu na mesma direção que os lucros anormais negativos. A carteira com retornos anormais positivos, *Good News*, apresentou comportamento indiferente aos lucros anormais positivos, não demonstrando tendência definida em qualquer momento do período analisado.

Com base nos dados listados (Apêndice B), verifica-se que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foi significativa, ao nível de 5% ou 1%, por quase todo o período analisado, com exceção dos meses (-9), (-8) e (-2).

As evidências encontradas confirmam, parcialmente, a hipótese sobre a relevância da Contabilidade, pois indicam a relevância do resultado contábil somente para os casos de lucros anormais negativos.



Fonte: Autores.

Gráfico 1 – Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra: Ordinárias

¹⁵ Para avaliar a autocorrelação dos resíduos foi utilizada a estatística de Durbin-Watson.

¹⁶ Desconsiderou-se a presença da Heteroscedasticidade em alguns eventos.

8.2 Sub-Amostra: Preferenciais

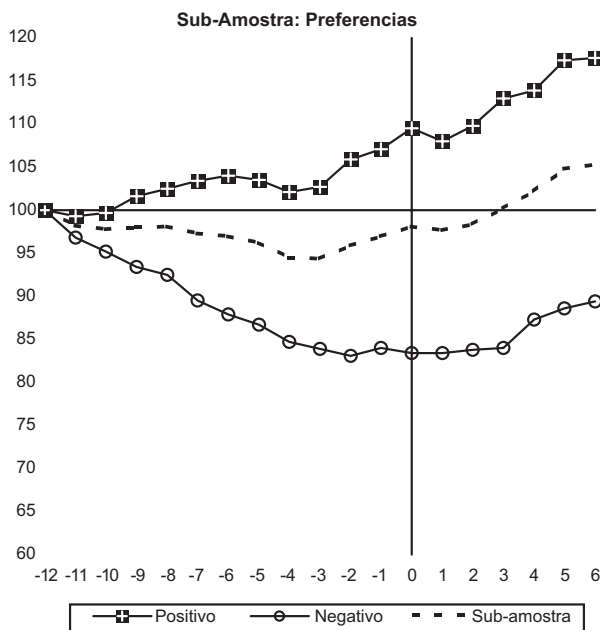
Essa sub-amostra contempla, apenas, os eventos realizados por todas as ações do tipo preferencial presentes no mercado.

De acordo com as variações descritas no Gráfico 2, observa-se que as carteiras de retornos anormais *Good News* e *Bad News*, evoluíram na mesma direção que os lucros anormais, mas com desempenhos diferentes.

Foi verificado um comportamento assimétrico entre as carteiras. À medida que a carteira *Bad News* antecipa a variação dos lucros anormais negativos, a carteira *Good News* tende a variar positivamente somente em momentos próximos e posteriores à divulgação dos lucros anormais positivos.

Em relação aos dados listados (Apêndice B), verifica-se que a diferença entre os retornos acumulados das carteiras foi significativa, a partir do mês (-10), ao nível de 5% ou 1%.

As evidências encontradas confirmam a hipótese sobre a relevância do resultado contábil para o acionista preferencial.



Fonte: Autores.

Gráfico 2 – Associação entre variações anuais de lucro e retornos anormais Sub-Amostra: Preferenciais

9 CONCLUSÃO

Os resultados originados pelo teste empírico realizado nesta pesquisa geraram as seguintes

evidências em relação à hipótese de trabalho apresentada:

- Ordinárias: constatou-se que a informação contábil é importante somente nos casos de lucros anormais negativos, indicando que, para os casos de lucros anormais positivos, as informações contábeis divulgadas perdem relevância diante de outras fontes de informações.
- Preferenciais: constatou-se que os resultados contábeis divulgados representam uma fonte importante de informação para o investidor. A assimetria verificada evidencia que os preços reagem de forma diferente em relação aos resultados divulgados: enquanto os retornos anormais negativos antecipam os resultados a serem divulgados, os retornos anormais positivos variam praticamente no momento da divulgação do resultado.

Os resultados encontrados, nesta pesquisa, sustentam as questões que relacionam as influências de fatores existentes no mercado acionário sobre a relevância das informações contábeis. Entretanto, dadas as evidências encontradas nesta pesquisa, os seguintes pontos em relação à eficiência do mercado brasileiro devem ser considerados:

- Conforme as *performances* apresentadas pelas duas amostras, a hipótese da eficiência do mercado brasileiro deve ser considerada com restrições. Para as ações preferenciais, o mercado apresenta-se eficiente na forma semi-forte. Em relação às ações ordinárias, a eficiência não se apresenta de forma consistente, pois é válida somente para os resultados negativos.
- Em relação às ações preferenciais, as evidências indicam uma posição conservadora do mercado em relação à divulgação das informações contábeis. O mercado antecipa e reflete, por meio dos preços, os eventos são positivos, os preços só refletem esse fato em momentos próximos ou posteriores à sua divulgação.
- As evidências, encontradas neste estudo, corroboram com os resultados encontrados por Ball e Brown (1968), mas não em sua plenitude. A divergência entre os resultados está assentada em dois pontos: primeiro, a eficiência não foi observada de forma clara em todo o mercado, mas somente no caso das ações preferenciais; e segundo, o nível de assimetria

informativo observado em cada uma das pesquisas.

Por fim, para novas pesquisas pode-se sugerir a busca de evidências sobre a influência de outras características presentes no mercado financeiro (regulamentação, liquidez, controle acionário etc.) sobre a relação entre os lucros contábeis e os preços das ações.

APÊNDICE A

Conjunto de empresas que compõem a amostra estudada: Acesita, Aduvos Trevo, Alfa, Alparagatas, Ambev(Brahma), Aracruz, Avipal, Bardella, Belgo Mineira, BESC, Bic Caloi, Bombril, Bradesco, B. Brasil, Braskem, Bunge Brasil, Caemi Metal, Cemig, Cesp, Chapeco, Cia Hering, Cim. Itaú, Confab, Cremer, Duratex, Eberle, Eletrobras, Embraco,

Embraer, Estrela, Eternit, Ferbasa, Fertibras, Forjas Taurus, Frase-le, Gerdau Met, Gerdau, Guararapes, Ind Romi, Inepar, Iochp-Maxion, Ipiranga Dist, Ipiranga Pet, Ref Ipiranga, Itaúbanco, Itausa, Itautec, JB Duarte, Klabin, Kuala, Light, Lojas Americanas, Magnesita, Mengels, Marcopolo, Merc. São Paulo, Metal Leve, Metisa, Multibras, Paranapanema, Paulista F Luz, Perdigão, Petrobras, Pattenati, Polialden, Pronor, Randon Part., Ripasa, Sadia, Souza Cruz, Sudameris, Sultepa, Supergasbras, Suzano, Teka, Telemar N L(Telerj), Telesp Oper., Trafo, Trevisa, Trikem, Tupy, Unibanco, Unipar, Vale Rio Doce, Varig, Vigor, Votorantim, Weg.

APÊNDICE B

Na Tabela 3 estão demonstrados os resultados estatísticos oriundos dos modelos e amostras estudadas.

Tabela 3 – Evolução do IPAR para cada Carteira de Cada Amostra

Sub-Amostra: Ordinária					Sub-Amostra: Preferencial				
#	Carteira			Teste-z	#	Carteira			Teste-z
	Positivo	Negativo	Total			Positivo	Negativo	Total	
-12	100,0	100,0	100,0	-	-12	100,0	100,0	100,0	-
-11	101,3	96,1	99,1	2,77 *	-11	99,3	96,8	98,2	1,81
-10	99,7	93,4	97,1	2,08 **	-10	99,7	95,2	97,8	2,07 **
-9	97,1	89,9	94,1	1,80	-9	101,6	93,4	98,0	3,14 *
-8	97,6	89,8	94,3	1,80	-8	102,5	92,5	98,1	3,12 *
-7	97,6	87,9	93,5	2,14 **	-7	103,4	89,5	97,3	4,13 *
-6	98,7	88,1	94,3	2,00 **	-6	104,0	87,9	97,0	4,43 *
-5	98,0	84,9	92,6	2,38 **	-5	103,5	86,7	96,2	4,13 *
-4	97,8	83,7	91,9	2,40 **	-4	102,1	84,7	94,5	3,88 *
-3	97,3	81,2	90,6	2,52 **	-3	102,7	83,9	94,4	3,95 *
-2	97,5	83,1	91,5	1,85	-2	105,9	83,1	95,9	4,28 *
-1	99,5	81,7	92,1	2,33 **	-1	107,1	84,0	97,0	4,05 *
0	101,3	80,5	92,7	2,66 *	0	109,5	83,4	98,1	4,55 *
+1	102,1	81,9	93,7	2,41 **	+1	108,9	83,4	97,7	4,57 *
+2	102,7	80,8	93,6	2,53 **	+2	109,8	83,8	98,4	4,40 *
+3	101,7	79,9	92,6	2,47 **	+3	113,0	84,0	100,2	4,28 *
+4	100,1	80,3	91,9	2,28 **	+4	113,9	87,3	102,2	3,71 *
+5	101,4	79,5	92,3	2,55 **	+5	117,4	88,6	104,8	3,83 *
+6	102,5	81,6	93,8	2,30 **	+6	117,7	89,4	105,3	3,51 *

* Significância a 1%, ** Significância a 5%

Fonte: Autores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

BALL, R. J.; BROWN, W.. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, vol. 6, Autumn 1968, p.159-178.

BALL, R. K.; WATTS, R.S.P.. Economic Determinants of the relation between earnings changes and stock returns. *The Accounting Review*, vol. 68, n. 3, July 1993. p. 622-638.

- BEAVER, W.H.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings. Forecast Errors. *Journal of Accounting Research* 17, Autumn 1979, p. 316-340.
- BERNARDO, H. P.. *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais* – Um estudo de evento. 2001. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A.; MACKINLEY, A. C. *The Econometrics of Financial Markets*. Cap. 4, Princeton University Press, 1997.
- FORTUNA, E. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 12. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- GRANT, E.B. Market Implications of Differential Amounts of Interim Information. *Journal of Accounting Research* 18 (Spring 1980), p. 255-268.
- GUIMARÃES, S.F.; NESS, W.L. Desempenho Relativo de Ações Ordinárias e Preferenciais. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1. *Anais[...]*, São Paulo, 2001.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da Contabilidade*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: Atlas, 1999.
- LA PORTA, R., et al.. Agency problems and dividend policies. *The Journal of Finance*, v. LV, n. 1, p. 01-33, fev. 2000.
- LOPES, Alexsandro Broedel. *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- LOSS, L.. *O Inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras*. Working Paper. Mestrado Profissionalizante em Contabilidade (concentração: finanças), FUCAPE – Fundação capixaba de pesquisa em contabilidade, economia e finanças. Junho, 2003.
- NOBREGA, M., et al. *O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. Tendência – consultoria integrada Bovespa. São Paulo: maio 2000. Disponível: <<http://www.bovespa.com.br>> [capturado em 23 abr. 2004]
- MARTINEZ, A.L. *Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras*. 2002. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PARK, C.W.; PINCUS, M. *Internal versus external equity funding sources and earnings response coefficients*. Working Paper. Department of Accounting, The University of Iowa. June, 1997.
- PEROBELLI, F.F.C.; NESS, W.L. Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: um Estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro. In: ENANPAD 2000, 24. *Anais[...]*, Florianópolis, 2000.
- PROCIANOY, J. L.; CASELINI, C. N.. A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. *Revista de Administração*. 1997.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F.. *Administração Financeira: Corporate Finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SARLO NETO; A. LOPES, A.B.. O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. In: ENANPAD 2002, 26. *Anais[...]*, Salvador, 2002.
- SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. In: 3º CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2003, São Paulo (SP). *Anais em CD-ROM*, 1º a 02 de out. 2003.
- SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2. *Anais[...]*, Rio de Janeiro, 2002.
- TERRA, P.R. *O Valor de Mercado do Controle de Companhias Abertas – Evidências Empíricas dos Custos e Benefícios dos Direitos de Voto das Ações no Brasil*. 1993. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas – UFRGS, Rio Grande do Sul.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Princete-Hall, 1986.
- Universidade de São Paulo
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – prédio 3
Campus Capital – Cidade Universitária
São Paulo – SP – 05508-900