INFLUÊNCIA DO DISCURSO OTIMISTA DO RELATÓRIO DE ADMINISTRAÇÃO NO VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS

OPTMIST SPEECH INFLUENCE OF BRAZILIAN COMPANIES ADMINISTRATION REPORT ON MARKET VALUE

Romualdo Douglas Colauto
Doutor em Engenharia de Produção
UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Vagner Antônio Marques
UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais
vmarques@dca.cefetmg.br

RESUMO

Este artigo tem como objetivo verificar o impacto do viés otimista dos Relatórios de Administração da mensagem do Presidente no preço das ações das companhias Bradesco, Banco do Brasil, Vale, Aracruz, Braskem e Sadia. Foram selecionadas as três empresas com os melhores lucros e as três empresas com os piores prejuízos, com base nas informações contábeis prestadas em 31 dezembro de 2008. Esta pesquisa orienta-se pela abordagem positiva das pesquisas em contabilidade e classifica-se como descritiva quanto aos objetivos, documental quanto aos procedimentos e quantitativa quanto à análise dos dados. Utilizou-se a análise de intervenção (séries temporais) e foram encontrados indícios de que o viés otimista dos relatórios da administração não influencia nos preços das ações. Esta afirmação baseia-se na insignificância estatísticas do X_t (variável binária de intervenção) que apresentou relevância apenas para a empresa Braskem, entretanto todos os R^2 apresentaram-se abaixo de 1% o que demonstra a ausência de correlação entre variável explicativa e explicada. Esta pesquisa abre espaços para novos estudos em maior amplitude, ou ainda analisando a relevância do gerenciamento de resultados segundo as hipóteses, oportunista, de custos políticos e do grau de endividamento. Estudos desta natureza possibilitarão abrir caminho para a orientação e/ou adoção de medidas regulatórias no sentido de reduzir o *earnings management* já que ele rompe com a característica qualitativa de não viés e neutralidade.

Palavras-chave: *Disclosure*. Informação contábil. Aspectos qualitativos da informação. Séries temporais. Análise de intervenção.

ABSTRACT

This article aims to investigate the impact of Management Reports optimistic bias on the President's message about Bradesco, Banco do Brasil, Vale, Aracruz, Sadia and Braskem companies stock price. The sample is represented by three companies with better earnings and the three companies with the worst losses based on accounting information provided on 31 December 2008. This research is guided by the research positive approach in accounting and is classified as descriptive concerning to the aims, documentary about the procedures, and quantitative relating data analysis. In the intervention (temporal series) analysis, evidences were found that the administration reports optimistic bias does not influence stock prices. This assertion is based on the statistical insignificance of Xt (intervention binary variable) which presented relevant only for the Braskem company, however all R^2 were below 1%, which demonstrates the lack of correlation between explanatory variable and explained. This research opens up opportunities for new studies on a larger scale, or even analyzing the results management relevance according the hypothesis, opportunistic, political costs and indebtedness rates. These studies will enable to open the way for the orientation and/or adopting regulatory measures to reduce the earnings management, because it breaks the qualitative characteristic of non-bias and neutrality.

Keywords: disclosure, accounting information, information qualitative aspects, temporal series, intervention analysis.

1 INTRODUÇÃO

A Contabilidade fornece informações para os diversos usuários, sobretudo para os investidores no mercado de ações, onde os interessados avaliam continuamente os títulos de acordo com as informações disponíveis (LIMA *et al*, 2008). Nesse sentido, segundo a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) o preço das ações das companhias reflete o conjunto de informações disponíveis em dado momento. Para Fama (1969) a HME possui três formas: fraca, semiforte, forte. Segundo Fama (1969) na forma fraca os preços das ações refletem somente o histórico de dados e, portanto os preços incorporam a totalidade de informações passadas disponíveis. Nesse sentido pode-se afirmar que o conjunto de informações passadas está refletido nos preços das ações impossibilitando a obtenção de lucros anormais.

Na forma Semiforte o conjunto de dados disponíveis publicamente está refletido no preço das ações e somente por meio de informações privilegiadas pode-se obter retornos anormais. Na forma Forte toda informação relevante disponível está refletida no preço das ações (FAMA, 1969). Segundo Damodaran (2007, p.146-147) a HME implica que: (1) os preços das ações não possam desviar do seu verdadeiro valor. (2) nenhum investidor consiga ganhar do mercado em qualquer período de tempo, e (3) nenhum grupo de investidores consiga ganhar do mercado no longo prazo. Apesar da HME não ocorrer na prática, a mesma contribui para o desenvolvimento das pesquisas sobre divulgação e evidenciação.

Diversas pesquisas sobre o impacto das informações contábeis no preço das ações já foram elaboradas. Lima *et. al*

(2008) estudaram a eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. Demonstraram que a HME em sua forma semiforte é mais consistente com a teoria quando se observa a realidade, entretanto mencionam que "a eficiência de mercado é teórica e não ocorre na prática (integralmente), mas é importante para estudos acadêmicos". Em outro estudo, Espíndula e Costa (2008) verificam o impacto dos atos e fatos relevantes nos preços das ações. Concluíram que os fatos relevantes são de difícil compreensão e apenas em dois setores os preços das ações sofreram alterações. Outros trabalhos têm buscado verificar a correlação entre a divulgação da informação contábil e a variação do preço das ações. Trabalhos como os de Ball e Brown (1968), Beaver (1968), May (1971), Kiger (1972), Lopes (2001), Bernardo (2001) e Martinez (2001) analisaram diversas variáveis quantitativas e qualitativas e seu impacto no preço das ações.

Recentemente em estudos relacionados à governança corporativa, os pesquisadores têm utilizado a metodologia de Estudos de Eventos (BATISTELLA, 2004), para verificar o impacto da adoção de determinados níveis de evidenciação ou *disclosure*, nos preços das ações. Outros estudos na mesma linha apresentaram modelos que segundo Verrecchia (2001) podem ser classificados em Associação, Julgamento e Eficiência. As pesquisas sobre divulgação com base em associação têm como objetivo caracterizar o efeito da divulgação nos preços das ações no mercado de capitais. As pesquisas sobre divulgação com base na eficiência buscam identificar as principais formas que promovem a eficiência, ou seja; aquelas que são incondicionalmente preferidas (YAMAMOTO e SALOTTI, 2006). As pesquisas que tratam da divulgação com base no julgamento verificam quais os motivos que levaram a companhia a divulgar determinados dados em detrimento de outro.

Dye (2001) afirma que segundo a teoria da divulgação voluntária as empresas tendem a reportar apenas informações favoráveis e omitir informações contrárias ou prejudiciais às mesmas. Nesse sentido, o objetivo do trabalho consiste em verificar o impacto do viés otimista dos Relatórios de Administração da mensagem do Presidente no preço das ações das companhias Bradesco, Banco do Brasil, Vale, Aracruz, Braskem e Sadia. Segundo Yamamoto e Salotti (2006), as pesquisas sobre divulgação que analisam a relação entre o fenômeno da divulgação e as mudanças nas atividades dos investidores, classificam-se como pesquisas sobre divulgação baseada em associação. Isso porque dada uma tendência de variação histórica dos preços dos ativos, é possível que a divulgação de um relatório otimista impacte direta ou indiretamente nos preços das ações.

O pressuposto que sustenta a pesquisa é que a variação histórica dos preços das ações pode ter reflexo com a divulgação de mensagens otimistas presentes nos relatórios e mensagens da administração. Considera-se que na divulgação voluntária há mensagens subjacentes que reforçam os pontos positivos da administração e omitem alguns pontos negativos ou limitadores de objetivos e metas estabelecidos anteriormente. Tais pressupostos orientam diversas pesquisas que analisaram o impacto da divulgação de informação contábil no preço das ações. Algumas pesquisas apresentaram impacto (retornos anormais) exatamente na data do anúncio (Ball e Brown, 1968), outras encontraram que além do preço, o volume negociado também aumentou (Beaver, 1968) e ainda, que a informação contábil possui alto poder informativo, tomando-se como base

o momento de sua divulgação (LOPES, 2005).

2 INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O MERCADO CAPITAIS

O mercado de capitais pode ser definido pela negociação de papéis emitidos pelas empresas, tais como ações, debêntures e ADR´s, constituindo uma importante fonte de financiamento para as empresas (YAMAMOTO e SALOTTI, 2006). A respeito da importância das informações para os usuários da contabilidade Hendriksen e Van Breda (2007) mostram que cabe à contabilidade fornecer informações que possibilite uma alocação ótima dos recursos dos investidores e que estas possibilitem o gerenciamento de suas carteiras considerando a relação risco e retorno dados os preços das ações.

A partir da necessidade de informações por parte do mercado de capitais, a HME defende que as informações relevantes devem ser recebidas pelo mercado e incorporadas aos preços das ações. Considerando esta premissa, diversas pesquisas têm sido desenvolvidas com o objetivo de testar esta e outras hipóteses. Yamamoto e Salotti (2006) afirmam que o mercado de capitais apresenta-se como um dos principais objetos de pesquisa nos últimos tempos em contabilidade, sobretudo a partir da década de 60 com a emersão da Abordagem Positiva da Contabilidade vinculada às pesquisas propostas por Friedman (1953), Watts e Zimmerman (1979), Healey (1985), Lewellen (1987), Jones (1991), Henderson, Peirson, Brown (1992), DeFond e Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), Smith (1994) Holthausen e Sloan (1995), Jensen e Meckling (1976), Whittred (1987), Watts (1995), Ball e Brown (1968), Beaver (1968), Miller (1994). No Brasil, a abordagem de pesquisa tem seguido a tendência internacional de predominância de pesquisas com abordagem positivista em detrimento da normativista conforme apresenta Hopwood (2007), Cardoso, Oyadomari e Neto (2007), Neto, Riccio e Sakata (2009).

Hendriksen e Van Breda (2007) expressam que os investidores são os principais usuários das informações contabeis. Consequentemente, Yamamoto e Salotti (2006) afirmam que as informações importantes são aquelas que alteram o nível de conhecimento do usuário à cerca da companhia, possibilitando manter ou alterar a opinião sobre a mesma. A Estrutura Conceitual Básica para Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis do Comitê de Pronunciamentos Contábeis pressupõe algumas características qualitativas das informações fornecidas pela contabilidade, entre elas a Confiabilidade.

Para ser útil, a informação deve ser confiável, ou seja, deve estar livre de erros ou vieses relevantes e representar adequadamente aquilo que se propõe a representar. Iudícibus (2009) define a Confiabilidade como a qualidade (atributo) que faz com que o usuário aceite a informação contábil e a utilize como base para suas decisões, tornando-se, assim, um elo fundamental entre o usuário e a própria informação. Segundo Ott e Pires (2009) para a correta representação das transações e eventos, faz-se necessário atentar para a sua substância e realidade econômica, dando primazia à essência sobre a forma legal. A Confiabilidade envolve a observação dos seguintes elementos: (1) Representação Adequada; (2) Primazia da Essência sobre a Forma; (3) Neutralidade; (4) Prudência; e (5) Integridade.

A Representação Adequada enfatiza que as informações contábeis devem representar as transações de forma oportuna e que as demonstrações apresentem seus elementos adequadamente

para que resultem em informações confiáveis. Por exemplo, a Demonstração de Resultado do Exercício de determinado ano deve evidenciar as receitas e despesas daquele período, seguindo os critérios de reconhecimento estabelecidos pela norma contábil. De acordo com a Estrutura Conceitual do CPC (2008) a maioria das informações contábeis está sujeita a algum risco de ser menos do que uma representação fiel daquilo que se propõe a retratar. Tal fato pode decorrer de dificuldades inerentes à identificação das transações ou outros eventos a serem avaliados ou à identificação e aplicação de técnicas de mensuração e apresentação que possam transmitir, adequadamente, informações que correspondam a tais transações e eventos.

A Primazia da Essência sobre a Forma estabelece que sempre que houver oposição entre a forma jurídica de uma transação a ser contabilizada e sua essência econômica, o sujeito ativo da contabilidade deve ressaltar a substância da operação, ou seja, a essência sobre a forma. Por exemplo, uma entidade pode vender um ativo a um terceiro de tal maneira que a documentação indique a transferência legal da propriedade a esse terceiro; entretanto, poderão existir acordos que assegurem que a entidade continuará a usufruir os futuros benefícios econômicos gerados pelo ativo e o recomprará depois de certo tempo por um montante que se aproxima do valor original de venda acrescido de juros de mercado durante esse período. Em tais circunstâncias, reportar a venda não representaria adequadamente a transação formalizada (CPC, 2008).

A Neutralidade versa sobre a imparcialidade contida nas demonstrações contábeis para torná-la confiável, não podendo conter informações que induzam escolhas no processo decisório, nem algum tipo de julgamento para se atingir um fim esperado. Por exemplo, um contador modificar algumas contas para apresentar uma boa rentabilidade, com o objetivo de conseguir um empréstimo junto a uma instituição financeira com informações não confiáveis para os seus usuários. De acordo com Lopes e Martins (2005) a Neutralidade está relacionada à ausência de viés, de modo que a possibilidade de incorreção nos métodos de mensuração nunca conduza a erros sempre numa mesma direção, a maior ou a menor.

A Prudência consiste no emprego de um certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos ou receitas não sejam superestimados e que passivos ou despesas não sejam subestimados. Para Andrade (2009) a Prudência, em sua essência, traduz o equilíbrio tanto de quem elabora as informações contábeis, quanto para quem as usa na tomada de decisão, apesar de o foco dado pela doutrina contábil estar mais voltado para quem prepara as demonstrações contábeis.

Ao se depararem com incertezas, que inevitavelmente envolvem certos eventos e circunstâncias econômicas, os preparadores das demonstrações contábeis devem divulgar sua natureza e extensão com o intuito de não criar expectativas que não serão realizadas no futuro, tais como a possibilidade de recebimento de contas a receber de liquidação duvidosa e a vida útil provável das máquinas e equipamentos. O Conservadorismo consiste em precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, vinculadas a algum evento econômico, mas sem ferir a neutralidade dessas informações.

A Integridade defende que a informação deve ser completa para ser confiável, respeitando os limites da materialidade e do custo envolvidos no processo de produção da informação contábil. Ou seja, a confiabilidade tem

como um dos seus aspectos a preservação da integridade do processo de formação da informação patrimonial e financeira. A Integridade diz respeito à necessidade de as variações serem reconhecidas na sua totalidade, isto é, sem qualquer falta ou excesso (PENA, 2008).

A Confiabilidade é constituída conforme o FASB *apud* (Hendriksen e Van Breda, 2007, p.99) por fidelidade de representação, verificabilidade e neutralidade. A Fidelidade refere-se a "correspondência ou concordância entre uma medida ou descrição e o fenômeno que visa representar (às vezes chamada de validade)". A verificabilidade relaciona-se à isenção por parte do avaliador ou mensurador, nesse sentido "a capacidade de assegurar, por meio do consenso entre mensuradores, que a informação representa o que se destina a representar, ou que o método de mensuração foi utilizado sem erro ou viés". A Neutralidade é definida como ausência de viés.

Para Iudícibus e Lopes (2004) os métodos de mensuração e divulgação das informações não devem ser tendenciosos. A ausência de viés é um atributo que visa minimizar os riscos trazidos pelas ações oportunistas dos administradores. Assim, reforça-se a necessidade das informações contábeis serem elaboradas considerando as características propostas pela Estrutura Conceitual Básica para Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis do CPC. Nesse sentido, o pressuposto subjacente aos relatórios é de que os mesmos devem apresentar dados confiáveis, fidedignos, verificáveis e neutros. Entretanto, estudos apontam para a quebra dessas características quando afirmam que os Relatórios da Administração são carregados de vieses (YUTHAS *et. al*, 2002), (PAVA e EPSTEIN, 1993). Esses vieses se apresentam no momento em que as empresas obtém resultados inferiores ao esperado, e portanto, centram sua atenção na conjuntura econômica (SILVA, RODRIGUES e ABREU, 2007), ou ainda tendem a antecipar muito mais as boas notícias do que as más notícias (PAVA e EPSTEIN, 1993 apud SILVA, RODRIGUES e ABREU, 2007). Martinez (2006) observa que as empresas que apresentam *income smotthing*, têm viés com informações contábeis, o que é coerente com a abordagem dos custos políticos (MARTINS e LOPES, 2004). Tais achados coadunam com a premissa principal de que a divulgação voluntária possibilitaria mensagem otimista na medida em que privilegiam as informações positivas e omitem informações negativas.

Entende-se como otimismo o "sistema de julgar tudo o melhor possível, de achar que tudo vai bem" (FERREIRA, 2008, p.599). Leibniz (1983) afirma que "vivemos no melhor dos mundos dentre as diversas opções possíveis da escolha divina, representando o principal pensador otimista da filosofia moderna em contraposição à Nietzsche". Diante disso pode-se definir o otimismo como um viés, forma de perceber um determinado cenário ou as escolhas a serem feitas. No contexto dessa investigação, considera-se que otimismo representa um conjunto de informações contidas na mensagem da administração da empresas que visam minimizar ou omitir o impacto dos dados quantitativos ou qualitativos negativos a respeito de determinadas situações.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Classificação da pesquisa

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva quanto aos objetivos, pois conforme GIL (1999) busca descrever as características de determinado objeto ou fenômeno. Quanto aos procedimentos, a pesquisa classifica-se como documental,

pois utiliza os relatórios e dados disponibilizados nos sítios das companhias selecionadas e ainda no site da BOVESPA. Os dados foram analisados de forma quantitativa, por meio de séries temporais (EHLERS, 2007), (MORETTIN, TOLOI, 2006), (BUENO, 2008), (LIBONATTI *et al*, 2008), mais especificamente, utilizando-se análise de intervenção para verificar o impacto do relatório otimista no preço das ações de seis companhias com papéis comercializados na BOVESPA. Sob a ótica da teoria da contabilidade este estudo classifica-se como na abordagem positiva (LOPES e MARTINS, 2004), a qual possibilita descrever o comportamento dos fenômenos na realidade, contribuindo para a previsão, estimativa ou projeção do comportamento dos mesmos.

3.2 Análise de conteúdo

A Análise de Contéudo (AC) é uma técnica de tratamento de dados que consiste em analisar quantitativa e qualitativamente os elementos constituintes de discursos geralmente realizados na forma escrita. Vergara (2008) explica que esta técnica tem como objetivo identificar o teor de um discurso sobre um determinado tema. De forma ampla Bardim (2009, p.33) define como um conjunto de técnicas de análise das comunicações, isso porque "ela não se restringe a um instrumento específico e unitário, mas "um leque de apetrechos, ou com maior rigor, será um único instrumento, mas marcado por uma grande disparidade de formas e adaptável a um campo de aplicação muito vasto: as comunicações".

Esta técnica se desenvolveu a partir do século XX, utilizada, sobretudo em materiais jornalísticos. Atualmente sua utilização ampliou-se para textos e documentos das mais diversas naturezas (VERGARA, 2008). Tradicionalmente a análise de conteúdo constituiu-se de uma análise qualitativa, entretanto uma abordagem quantitativa também pode ser aplicada. A utilização da AC é realizada basicamente em três etapas: (i) pré-análise; (ii) exploração do material, (iii) tratamento dos dados e interpretação (BARDIN, 2009). A definição de cada etapa é apresentada no Quadro 1.

Etapas	Descrição das etapas
Pré- análise	É a etapa de seleção e organização do material, além da definição dos procedimentos a serem seguidos.
Exploração do Material	A exploração do material refere-se a manipulação e tratamento do material a partir dos procedimentos definidos na etapa anterior.
Tratamento e interpretação dos dados	Quantificação e interpretação das categorias de análise definidas de forma a possibilitar inferir sobre o teor do conteúdo analisado.

Quadro 1 – Etapas da análise de conteúdo
Fonte: adaptado de Bardin (2009).

Para coleta de dados foram utilizados os Relatórios da Administração de 2008 publicadas no primeiro trimestre de 2009. As empresas foram divididas em

dois estratos amostrais. No primeiro foram alocadas as empresas que reportaram resultado contábil positivo, e no segundo aquelas que apresentaram prejuízos. Como unidade de análise utilizou-se três categorias básicas, palavras, expressões e sentenças. Em todas as categorias considerou-se que poderiam ter um viés otimista, ou pessimista. No Quadro 2 resume-se as categorias de análise utilizadas.

Categorias		Descrição do conteúdo informacional
Palavras	Otimista	Palavras que reforçavam o desempenho interno ou externo positivo, palavras que externalizavam o desempenho negativo.
	Pessimista	Palavras que reforçavam o desempenho interno ou externo negativo, palavras que internalizavam o desempenho negativo.
Expressões	Otimista	Expressões que reforçavam o desempenho interno ou externo positivo, expressões que externalizavam o desempenho negativo.
	Pessimista	Expressões que reforçavam o desempenho interno ou externo negativo, expressões que internalizavam o desempenho negativo.
Sentenças	Otimista	Sentenças que reforçavam o desempenho interno ou externo positivo, sentenças que externalizavam o desempenho negativo.
	Pessimista	Sentenças que reforçavam o desempenho interno ou externo negativo, sentenças que internalizavam o desempenho negativo.

Quadro 2 – Categorias de análise de a
Fonte: elaborado pelos autores.

Após a definição dessas categorias de análise, procedeu-se a leitura de todos os Relatórios da Administração em seu conjunto e especificamente a "Palavra do Presidente".

3.3 Séries Temporais

Define-se como uma série temporal (ST) um conjunto de dados de uma ou mais variáveis, apresentados em ordem cronológica em uma mesma data base (dia, mês, semestre, ano). Morettin e Toloi (2008, p.1) definem uma série temporal como "qualquer conjunto de observações ordenadas no tempo." Libonatti *et. al*, (2008, p.194) define como série temporal um conjunto de observações sequenciais de determinada variável, expressas numericamente, obtidas em períodos regulares de tempo. Ehlers (2007) afirma que "a característica mais importante deste tipo de dados é que as observações vizinhas são dependentes e estamos interessados em analisar e modelar esta dependência. As séries temporais classificam-se em discretas e contínuas.

As séries temporais discretas são aquelas observadas em determinado período de tempo, como exemplo pode-secitar o volume pluviométrico do período de jan/01 a dez/08, ou ainda o faturamento de uma empresa do período de jan/02 a dez/03. As séries Contínuas são aquelas que poderão ser realizadas em qualquer momento temporal, sendo que o conjunto de observações tende ao infinito. Destaca-se que em geral a análise de séries temporais realiza-se por meio de séries discretas, ou seja; com um intervalo de tempo determinado. As séries temporais podem ser classificadas também quanto em estocásticos (processos controlados por leis probabilísticas), e ainda em estacionárias

ou não estacionárias. Estas classificações são importantes, pois a definição das mesmas contribuirá para a utilização dos testes adequados para a construção dos modelos. Outras características são descritas pela literatura, tais como a presença de tendência, sazonalidade, pontos influentes, heterocedasticidade condicional e não linearidade (MORETTIN e TOLOI, 2008), (EHLERS, 2007).

Libonatti *et. al* (2008), inclusive apresenta-nos dois modelos de (ST), o aditivo e o multiplicativo. No primeiro a série temporal resulta do somatório dos elementos; tendência (T), componente cíclico (C), sazonalidade (S) e componente irregular ou aleatório (I). Formalmente apresenta-se:

$$ST = T + C + S + I \qquad (1)$$

No modelo multiplicativo a série temporal é resultante da multiplicação entre os componentes da série (ST) sendo definida formalmente como:

$$ST = T \times C \times S \times I \qquad (2)$$

Morettin e Toloi (2008) afirmam ainda que existem basicamente dois enfoques utilizados na análise destes tipos de dados. Em ambos os enfoques, o objetivo é construir modelos com propósitos específicos. Os modelos paramétricos são aqueles em que a análise é feita no domínio temporal, já os modelos não paramétricos são aqueles em que a análise é conduzida com a finalidade de definir probabilidade ou freqüência. Em ambas as abordagens, os objetivos visam, descrever, explicar, predizer e controlar. (EHLERS, 2007). Morettin e Toloi (2008, p.3) dissertam que "investigar o mecanismo gerador da série temporal, pode contribuir para explicar como as ondas foram geradas", ou ainda "fazer previsões de valores futuros da série", ou "descrever apenas o comportamento da série" ou "procurar periodicidade relevantes nos dados".

3.4 Análise de intervenção

A análise de intervenção constitui-se do estudo sobre o impacto de determinado evento no comportamento da série temporal. Morettin e Toloi (2008, p. 301) definem intervenção como "a ocorrência de algum tipo de evento em dado instante de tempo *T*, conhecido a priori". Os estudos sobre análise de intervenção têm "por objetivo avaliar o impacto de tal evento no comportamento da série" As intervenções classificam-se em dois tipos: (1) Intervenções com função degrau; (2) Intervenções com função impulso. Definem-se como funções degrau, aquelas intervenções em que o impacto no comportamento da série se dá de maneira permanente a partir da ocorrência do evento. A função impulso é definida como aquela em que o efeito da intervenção é temporária.

Em geral o efeito de uma intervenção irá mudar o nível da série ou então a inclinação (Morettin e Toloi, 2008). O efeito da intervenção pode ser abrupto ou residual Alguns fenômenos ou "ruídos" podem influenciar no efeito da intervenção, tais como: (i) tendência, (ii) sazonalidade e (iii) erro aleatório. Estes ruídos podem levar a pesquisador a conclusões enganosas sobre a série em estudo. Alguns modelos são propostos para identificar os efeitos de forma possibilitar uma análise mais precisa sobre a série. Os modelos SARIMA, são uma extensão dos modelos ARIMA (auto-regressivos integrados de médias móveis) em que são levados em consideração os efeitos dos ruídos anteriormente apresentados.

A análise de um modelo de série temporal que possibilitará o estudo das

intervenções contemplará a (i) especificação, (ii) identificação, (iii) estimação e (iv) verificação ou diagnóstico (MORETTIN e TOLOI, 2008). A especificação do modelo consiste na definição matemática do mesmo, em regras gerais um modelo de intervenção é dado por:

$$Z_t = \beta_0 X_t + \varepsilon_t \qquad (3)$$

Em que:
Zt = Série temporal
β_0 = Parâmetro da série

X_t = Intervenção

ε_t = Erro aleatório

A identificação consiste na definição do modelo que mais se ajusta à série temporal, utilizando a análise de autocorrelações, autocorrelações parciais e outros critérios. A estimação é a etapa no qual os parâmetros do modelo são estimados e por fim a verificação ou diagnóstico é a etapa em que se analisam os resíduos da série para saber se o modelo é adequado. Esta metodologia descrita em Morettin e Toloi (2008) foi desenvolvida por Box e Jenkins (1970).

3.5 Coleta e Tratamento dos dados

A seleção das empresas considerou as 3 melhores e 3 piores resultados econômicos apresentados no exercício findo em 31/12/2008, publicados no site da BOVESPA. Utilizou-se o critério maiores lucros e maiores prejuízos, pois o pressuposto é que as informações possuem um viés (PAVA, 1993) e desta maneira, a comparação dos relatórios otimistas de empresas com prejuízos e lucros, possibilitará avaliar o impacto destes nos preços das ações de ambas, com perspectivas contraditórias. A partir deste critério selecionaram-se as empresas Bradesco, Brasil e Vale do primeiro grupo e Aracruz, Braskem e Sadia do segundo grupo. Na seleção da amostra (melhores e piores) excluíram-se empresas que não possuíam classificação por segmento de níveis de governança corporativa e desta maneira, exclui-se Petrobrás e Telefônica, respectivamente a primeira e terceira em lucro líquido no exercício de 2008.

Foram levantados os preços médios das ações no período de 2004 a 2008 no site da BOVESPA. A partir destes dados utilizou-se a preço médio diário do período que constituía o intercepto do modelo utilizado. Posteriormente verificou-se as datas de publicação das Demonstrações Contábeis e Notas Explicativas publicadas no site das empresas Aracruz, Braskem e Vale e para as demais utilizou-se as datas de publicação divulgadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Estas datas são de suma importância para a delimitação do período a ser verificado se houve impacto ou não. O teste da intervenção foi realizado considerando-se a data da publicação e os 4 dias subseqüentes.

A representação das variáveis de intervenção Xt – Relatórios otimistas foi realizada utilizando variáveis binárias em que 0 significa a inexistência de publicação da mensagem do presidente ou administração e 1 representava a existência de publicação destas mensagens. Esta metodologia denomina-se Estudo de Eventos. Estes estudos visam verificar o retorno anormal dos lucros (Preços das ações) em dado período, entretanto no presente artigo, não foi realizado essa mensuração dado o objetivo distinto do mesmo. Para o desenvolvimento do estudo de eventos, deve-se delimitar o evento a ser estudado, o momento exato de sua ocorrência, definir a janela do evento, ou seja; o período em que serão verificadas possíveis variações no preço das ações.

O período a ser definido como janela do evento carrega certo grau de

subjetividade segundo (Moreira, Bispo e Colauto, 2004). Estudos que verificaram o impacto das informações contábeis nos preços das ações já foram realizados por Takamatsu e Lamounier (2008), Sarlo Neto (2004). Neste estudo definiu-se como janela de eventos o dia da publicação, e os 4 dias posteriores à publicação. Após a tabulação dos dados procedeu-se à regressão utilizando o Software estatístico Eviews.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Após definição dos critérios para a aplicação da AC, observou-se que entre as empresas apresentaram prejuízos a tendência foi de utilizar expressões e sentenças que externalizavam as causas do desempenho, minimizando as expectativas de continuidade de ambiente negativo, deste modo pode-se afirmar que entre a amostra utilizada, as empresas utilizam uma linguagem que minimizam o resultado negativo atribuindo ao ambiente externo as causas pelo desempenho inferior. Tais considerações foram construídas a partir dos dados apresentados no Quadro 3.

Categorias de análise		**Mensagens otimistas extraídas dos Relatórios de Administração**
Expressões e sentenças	**Otimistas**	O mercado vinha apresentando excelente desempenho nos últimos anos.
		O momento restritivo não impediu que concluísse negociações para aquisição de 28% do capital votante da Aracruz, ainda que o cenário econômico tenha se tornado complexo;
		Apesar da conjuntura econômica desfavorável, damos mais um passo para nos tornarmos ainda mais relevantes;
		Ampliaram nossa capacidade produtiva;
	Pessimistas	A forte desvalorização cambial, gerou um reconhecimento contábil;
		a crise de crédito, redução no nível de atividade da economia internacional impactaram o desempenho operacional da companhia;
		O ano de 2008 foi marcado por intensa volatilidade de preços;
		O EBTIDA foi abaixo dos alcançados no ano anterior.

Quadro 3 - Exemplos de expressões otimistas e pessimistas apostas nos relatórios
Fonte: Elaborado a partir da pesquisa

Em sentido oposto, para as empresas que apresentaram lucro, verificou-se que estas utilizaram uma linguagem otimista em todo o texto, e nesse sentido, o ambiente econômico foi apresentado de forma ampla. Por outro lado reforçou-se o desempenho da administração, as ações de sustentabilidade sócio-ambientais, os mecanismos de Governança e Gestão de Riscos, e ainda as expectativas futuras, mesmo em um ambiente de crise. Neste estrato a crise tornou-se uma oportunidade e não constituiu um obstáculo efetivo à obtenção dos resultados. Observou que nas empresas participantes deste estrato, o reforço das competências e habilidades internas da companhia foi uma constante em todo texto.

Realizado a Análise de Conteúdo, procedeu-se ao cálculo das regressões discutido nos parágrafos seguinte. A estimação dos coeficientes foi realizada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Este método requer a aplicação de testes de alguns pressupostos

básicos do MCLR (Modelo Clássico de Regressão Linear). Aplicou-se o teste *Breusch-Godfrev* (BG) e White para verificar a autocorrelação serial dos resíduos e heterocedasticidade. Ambos os testes foram aplicados, considerando que a autocorrelação é um problema econométrico que se relaciona a séries temporais e consiste na interdependência de variáveis. Já a heterocedasticidade consiste na dispersão variável dos resíduos da série de observações. Este problema implicará que a variância e os erros-padrão serão calculados erroneamente, fazendo com as estimativas sejam igualmente falhas. A amostra selecionada apresentou ambos os problemas e para corrigí-los foi utilizado o modelo *Newey West* que ajusta a regressão, sanando os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, tornando as estimativas passíveis de inferências. Na Tabela 1 apresenta-se o resultado das regressões considerando a publicação dos Relatórios de Administração.

Tabela 1 - Regressões segundo o modelo com variáveis explicativas Dummy

Índices	ARACRUZ	BRASKEM	SADIA	BRADESCO	BRASIL	VALE
β0	10,31337	22,67881	7,234223	72,88404	39,84215	68,21100
Estatística-t	151,67540	85,33388	124,8056	66,31601	170,1859	78,54693
Probabilidade	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
β1	0,398134	-7,990439	-0,065191	-1,509539	-0,244799	-1,202002
Estatística-t	0,744215	-4,147789	-0,141842	-0,174576	-0,200769	-0,175928
Probabilidade	0,456900	0,00000	0,887200	0,861400	0,840900	0,860400

Fonte: elaborado pelos autores.

O coeficiente β_0 apresenta o preço médio das ações das companhias no período analisado. Este coeficiente apresentou-se significativo em todas as empresas considerando o nível de significância de 5%. Por outro lado, o β_1 que representa o impacto do relatório otimista no preço das ações apresentou-se significativo apenas para a empresa Braskem. Essa observação demanda maiores estudos (aumento da amostra) de forma a possibilitar inferir com maior precisão sobre o impacto do relatório da administração com viés otimista. Apesar desta variável apresentar significância estatística para explicar a variação do preço das ações da Braskem no período analisado há de se destacar que em todas as empresas o R^2 ajustado(coeficiente de correlação) apresentou-se nulo inferior a 1%, o que indica que o viés otimista não influencia nos preços das ações tanto para as empresas com prejuízo quanto àquelas com lucro conforme a amostra selecionada.

Tabela 2 - Probabilidade dos coeficientes reestimados pelo método Newey-West

	ARACRUZ	BRASKEM	SADIA	BRADESCO	BRASIL	VALE R DOCE

β0	10,31337	22,67881	7,234223	72,88404	39,84215	68,21100
Estatística-t	57,75086	27,04373	44,53609	25,37669	54,08038	29,88325
Probabilidade	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
β1	0,398134	-7,990439	-0,065191	-1,509539	-0,244799	-1,202002
Estatística-t	0,592879	-9,389332	-0,081430	-0,215238	-0,088619	-0,208239
Probabilidade	0,553400	0,00000	0,935100	0,829600	0,929400	0,835100

Fonte: elaborado pelos autores.

Na mesma linha, após as correções realizadas pelo método Newey-West as regressões apresentaram os dados abaixo conforme Tabela 2, possibilitando seguir apenas às considerações realizadas segundo o modelo de regressão original, e nesse sentido apenas as ações da companhia. A Braskem apresentou-se significativa estatisticamente, entretanto o R^2 ajustado não significativo indica-nos que esta variável, relatório otimista não influencia no preço das ações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo verificou o impacto do relatório otimista da administração constante nas demonstrações contábeis publicadas das companhias Aracruz, Braskem, Sadia, Bradesco, Banco do Brasil e Vale. A amostra selecionada foi obtida a partir das empresas listadas na BOVESPA. Selecionou-se as 3 empresas com maiores lucros e as três com maiores prejuízos. Exclui-se da amostra as empresas sem classificação por nível de governança e desta maneira as empresas participantes encontravam-se nos níveis 1, 2 e novo mercado.

Para o desenvolvimento da pesquisa foi utilizado a análise de intervenção, neste modelo a inclusão de um evento, divulgação de relatório com viés otimista como variável Dummy na série temporal, possibilita-nos verificar se houve uma quebra estrutura ou não. Para a definição de otimismo foram consideradas as características apresentadas em Silva, Rodrigues e Abreu (2007) em que evidenciaram que as empresas com dados negativos, buscam enviesar as informações externalizando as responsabilidades pelos resultados, enquanto empresas com dados positivos buscam antecipar resultados futuros positivos. Tal comportamento contradiz as características qualitativas das informações contábeis propostas pelo FASB de neutralidade e não viés, ambas, constituem o pilar para a não tendenciosidade das informações.

Após a análise dos dados foi verificado que apenas na empresa Braskem, o viés otimista apresentou-se significativo estatisticamente, indicando um impacto no preço das ações. Para as demais a variável *Dummy* não apresentou significância estatística e, portanto os preços das ações não são impactados pelas mesmas. Esta conclusão se sustenta no fato da probabilidade ser inferior ao nível de significância de 5%. Esta conclusão é corroborada pelo R^2 não significativo, o que indica que a variável escolhida (relatório otimista) não explica estatisticamente as variações nos preços das ações.

Os dados foram ajustados (teste White e BG), pois apresentavam problemas os econométricos de autocorrelação serial dos resíduos e heterocedasticidade, ambos os problemas influenciam nos estimadores do MQO uma vez que a variância e desvio-

padrões são calculados erroneamente e desta maneira as estimativas ficariam erradas. Para a correção foi utilizado o modelo de Newey-West que corrige ambos os problemas e a correção foi feita através do software Eviews.

Conclui que os indícios de viés otimista não influenciam nos preços das ações, entretanto trabalhos de maior amplitude devem ser realizados, inclusive incluindo outras variáveis representativas apresentas na literatura. Nesse sentido, estudos que relacionam a Hipótese dos custos políticos com o viés da informação contábil poderão indicar a relevância do gerenciamento de resultados com essa finalidade. Este viés poderá ser estudado também tanto relacionando com a Hipótese do Plano de Incentivos e ainda do Grau de endividamento. Compreender a relevância do gerenciamento através do viés da informação, sobretudo qualitativa, para verificar a utilidade das ações alicerçadas nestas hipóteses o que possibilitará propor ações limitativas caso o viés impacte nos preços ou ainda promover ações educativas demonstrando a inutilidade do gerenciamento através de informações viesadas.

REFERENCIAS

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 4. ed. Lisboa, 2009.

BEAVER, William H. Perspectives on Recent Capital Marketing Research. ***The Accounting Review***. v. 77, n.2, April, p.453-474, 2002.

BEUREN, Ilse Maria (Organizadora). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade:** teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006.

BUENO, Rodrigo de Losso da Silveira. **Econometria de séries temporais**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

CPC, Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Conceitual Básico, de 11 de janeiro de 2008. Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Brasília, 11 jan. 2008.

COLAUTO, Romualdo Douglas; MOREIRA, Rafael de Lacerda; BISPO, Oscar Neto de Almeida; ANGOTTI, Marcelo. Conservadorismo e a qualidade informacional dos resultados contábeis publicados: um estudo em siderúrgicas brasileiras. In: Internacional Accounting Congress - IAAER & ANPCONT (3 rd), 2009, São Paulo. **Anais…**São Paulo-SP: ANPCONT, III, 2009.

CORRAR, Luiz J; THEOPHILO, Carlos Renato (Organizadores). **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração**: contabilometria. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

DYE, Ronald A. Na evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n.32, p. 135-181, 2001.

EHLERS, R. S. **Análise de séries temporais**. 4. ed. São Paulo: Ricardo Ehlers. 2007.

ESPÍNDULA, Raquel Pires; COSTA, Patrícia de Souza. Análise da influência da publicação e da legibilidade dos atos ou fatos relevantes no preço da ação das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2002 a 2006. **Revista Horizonte Científico**. Uberlândia, v.1, n.1, p.1-21, 2008.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Financ***e*, v. 25, n.2, New York, May, 1970, 383-417.

FASB. Statement of Financial Accounting Concepts – SFAC, n. 2. **Qualitative characteristics of accounting information**, 1980. Disponível em: <http://fasb.org/pdf/aop_CON2.pdf>. Acesso em: 25/06/2009.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Mini Aurélio:** o dicionário da língua portuguesa. 7. ed. Curitiba: Positivo, 2008.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael. F. Van. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Análise de balanços. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

IUDÍCIBUS, Sergio de; LOPES, Alexsandro (Organizadores). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

LEIBNIZ, G. W. **Discurso de metafísica**. São Paulo: Abril

LIMA, Iran Siqueira et al. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **Revista de Informação Contábil.** Recife, v.2, n.1, p.1-18, jan/mar.2008.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade:** uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smothing no Brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.2, n.1, p.09-25, jan/abr.2006.

MORETTIN, Pedro A. TOLOI, Clélia. A. **Análise de series temporais**. 2. ed. São Paulo: Edgard Blucher, 2006.

OTT, Ernani; PIRES, Charline Barbosa. Conceito e objetivos da contabilidade. In: _____. **Estudando teoria da contabilidade**. José Francisco Ribeiro Filho, Jorge Lopes, Marcleide Pederneiras, organizadores. São Paulo: Atlas, 2009. Unidade 4, p. 57-74.

PAVA, M. L., & EPSTEIN, M. J. How good is MD&A as an investment tool? **Journal of Accountancy**. *175*(3), 51-53.

PENA, Tatiana Olgado Manfré. **Estudo crítico do pronunciamento conceitual básico:** estrutura conceitual para elaboração e apresentação das demonstrações contábeis emitido pelo comitê de pronunciamentos contábeis (CPC). 2008. 202f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Pontífica Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

SILVA, Cesar Augusto Tibúrcio, RODRIGUES, Fernanda Fernandes; ABREU, Robson Lopes. Análise dos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo do Exercício Social de 2002. São Paulo: **RAC**, v. 11, n. 2, abr./jun. 2007: 71-92

TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

VERRECHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n. 5, p. 179-194, 1983.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil:** estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

YUTHAS, K, ROGERS, R; DILLARD, J. F. Communicative action and corporate annual reports. **Journal of Business Ethics**, *41*(1-2), 141-157. Nov./Dec., 2002.

==== RC&C ====