

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**  
**PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

*Assimetria Informacional e Precificação das Ações das Empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo* : Evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996.

**Jaime Luiz Prux Júnior**

Professor Orientador:

**Dr Gilberto de Oliveira Kloeckner**

**Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para obtenção do Grau de Mestre em Administração.**

Porto Alegre (RS), abril de 1998

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de expressar meus sinceros agradecimentos a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho, de modo especial:

A minha esposa, Belony, que tolerou os momentos de ausência e apoiou a realização dos meus estudos;

Ao Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner, que desempenhou a tarefa de orientador com muita propriedade, sendo incansável e sempre disponível. Foi quem realmente potencializou o conhecimento adquirido com este trabalho;

Ao Prof. Paulo Schmidt, por quem tenho grande admiração e respeito, pela confiança e tratamento a mim dispensados;

Ao colega Marcos Zago, por ter se revelado um grande amigo e parceiro de trabalho.

## **RESUMO**

Essa dissertação investigou, através de um estudo de eventos no mercado brasileiro de ações, se a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante, de uma empresa de capital aberto, produz efeitos no comportamento do preço de suas ações.

A hipótese testada conduziu a investigação de que a política de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante, adotada pelas empresas de capital aberto, a partir de 1996, pode influenciar, significativamente, o processo de precificação de suas ações.

Os resultados empíricos do trabalho evidenciaram que a forma de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante (completa, incompleta e omitidas) das empresas de capital aberto, produz efeitos significativos sobre o comportamento dos preços das suas ações, quando comparados os retornos das ações do grupo de empresas que divulgou de forma completa com o grupo de empresas com divulgação parcial ou que não divulgaram estas demonstrações, sendo que estes dois últimos grupos de empresas não apresentaram diferença significativa entre os retornos de suas ações.

## **ABSTRACT**

Based on the event study method in the Brazilian stock market, this dissertation investigates whether the disclosure of inflation adjusted accounting statements of publicly held companies causes any effect on the behaviour of stock prices.

The hypothesis of this dissertation led to investigate whether the disclosure policy of inflation adjusted accounting statements, which is adopted by publicly held companies from 1996, can significantly influence the stock pricing process.

The empirical results highlighted that the way accounting statements of publicly held companies are disclosed (either completely, partly or not adjusted for inflation) causes significant effects on the behaviour of stock prices. Companies which disclosed fully inflation adjusted accounting statements presented stock returns significantly different from the other two groups of companies (partly or not adjusted for inflation accounting statements). On the other hand, these last two groups did not present any significant difference as to the behaviour of their stock returns.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>1. QUESTÃO DE PESQUISA.....</b>	<b>15</b>
<b>2. JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....</b>	<b>17</b>
<b>3. OBJETIVOS.....</b>	<b>19</b>
3.1 Geral .....	19
3.2 Específicos .....	19
<b>4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....</b>	<b>20</b>
4.1 Mercados Financeiros Eficientes .....	22
4.2 Valor da Informação.....	25
4.3 <i>Corporate Disclosure</i> .....	27
4.4 Assimetria Informacional.....	34

<b>5. DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....</b>	<b>38</b>
5.1 Demonstrações contábeis: comparação da forma de reconhecimento dos ajustes inflacionários.....	43
5.1.1 Demonstrações contábeis sem considerar os efeitos da correção monetária de balanço .....	43
5.1.2 Demonstrações contábeis considerando os efeitos da correção monetária de balanço .....	45
5.1.3 Demonstrações contábeis em moeda constante .....	49
<b>6. MÉTODO DE PESQUISA.....</b>	<b>64</b>
6.1 Estudos de eventos.....	65
6.2 Hipótese a ser testada.....	69
6.3 Constituição da Amostra.....	71
6.3.1 Critérios para seleção da amostra .....	71
6.3.2 Período de estudo e empresas componentes da amostra ....	73
6.4 Definição dos elementos para determinação dos retornos anormais .....	74
6.4.1 Dados coletados .....	75
6.4.2 Data do Evento .....	75
6.4.3 Fonte dos dados coletados .....	77
<b>7. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>78</b>
7.1 Parâmetros Betas Estimados.....	79
7.2 Retornos Diários Anormais Médios.....	80
7.2.1 Padronização dos retornos anormais.....	81

7.3	Significâncias dos retornos anormais no evento divulgação de demonstrações contábeis, trimestrais e anuais do ano de 1996 .....	82
7.3.1	A significância estatística dos retornos anormais: Teste t.....	83
7.3.1.1	Teste estatístico ajustado para dependência dos retornos anormais	
7.3.2	Análise da significância estatística dos retornos anormais padronizados .....	
7.3.2.1	Retornos anormais no evento: divulgação de demonstrações contábeis do primeiro trimestre de 1996 .....	
7.3.2.2	Retornos anormais nos eventos: divulgação de demonstrações contábeis do segundo, terceiro e anuais de 1996 .....	
7.3.2.3	Comparação das médias dos retornos anormais padronizados, para os grupos de empresas e para os eventos: divulgação de demonstrações contábeis do segundo e terceiro trimestres e anuais de 1996 .....	
7.3.3	Retornos anormais padronizados médios do ano de 1996.....	
<b>8.</b>	<b>CONCLUSÕES.....</b>	
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	
	<b>REFERÊNCIAS LEGAIS .....</b>	

**ANEXO 1 : Instrução da Comissão de Valores Mobiliários num. 31.....**

**ANEXO 2 : Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n° 248/96.....**

**ANEXO 3 : Parecer de Orientação da Comissão de Valores Mobiliários  
n°, 029/96**

**APÊNDICE A**

**APÊNDICE B**



## **LISTA DE QUADROS**

- QUADRO 5.1** - Balanço patrimonial pela legislação societária sem considerar os efeitos da correção monetária
- QUADRO 5.2** - Demonstração de resultados pela legislação societária sem considerar os efeitos da correção monetária
- QUADRO 5.3** - Balanço patrimonial pela legislação societária considerando os efeitos da correção monetária
- QUADRO 5.4** - Demonstração de resultados pela legislação societária considerando os efeitos da correção monetária
- QUADRO 5.5** - Composição do Saldo de Correção Monetária
- QUADRO 5.6** - Demonstração de resultados em Moeda Constante sem considerar os ajustes a valor presente nos itens monetários
- QUADRO 5.7** - Vendas em Moeda Constante sem ajustes a valor presente
- QUADRO 5.8** - Compras sem ajustes a valor presente
- QUADRO 5.9** - Custo das mercadorias vendidas em moeda constante sem ajustes a valor presente
- QUADRO 5.10** - Depreciações em moeda constante
- QUADRO 5.11** - Receita financeira comercial sem ajustes a valor presente
- QUADRO 5.12** - Despesa financeira comercial sem ajustes a valor presente
- QUADRO 5.13** - Perda inflacionária no caixa
- QUADRO 5.14** - Balanço patrimonial em moeda constante considerando os ajustes a valor presente dos itens monetários
- QUADRO 5.15**- Demonstração de resultados em Moeda Constante considerando os ajustes a valor presente nos itens monetários

**QUADRO 5.16-** Vendas em Moeda Constante com ajustes a valor presente...

**QUADRO 5.17-** Compras com ajustes a valor presente

**QUADRO 5.18** - Custo das mercadorias vendidas em moeda constante  
com ajustes a valor presente

**QUADRO 5.19** - Receita financeira comercial com ajustes a valor presente

**QUADRO 5.20** - Despesa financeira comercial com ajustes a valor presente

**QUADRO 5.21** - Conciliação dos resultados em moeda constante e pela  
legislação societária

**QUADRO 5.22** - Comparação das demonstrações de resultados pela  
legislação societária e em moeda constante

**QUADRO 7.1** - Retornos anormais em torno da data do evento: Divulgação de  
demonstrações contábeis do primeiro trimestre de 1996

**QUADRO 7.2** - Teste t de diferença compartilhada entre as médias dos retornos  
anormais diários das empresas em torno do evento: Divulgação  
de demonstrações contábeis do primeiro trimestre de 1996.

**QUADRO 7.3** - Retornos anormais em torno da data do evento: Divulgação de  
demonstrações contábeis do segundo trimestre de 1996

**QUADRO 7.4** - Retornos anormais em torno da data do evento: Divulgação de  
demonstrações contábeis do terceiro trimestre de 1996

**QUADRO 7.5** - Retornos anormais em torno da data do evento: Divulgação de  
demonstrações contábeis anuais do ano de 1996

**QUADRO 7.6** - Teste t de diferença compartilhada entre as médias dos retornos anormais diários das empresas em torno do evento: Divulgação de demonstrações contábeis do segundo trimestre de 1996

**QUADRO 7.7** - Teste t de diferença compartilhada entre as médias dos retornos anormais diários das empresas em torno do evento: Divulgação de demonstrações contábeis do terceiro trimestre de 1996

**QUADRO 7.8** - Teste t de diferença compartilhada entre as médias dos retornos anormais diários das empresas em torno do evento: Divulgação de demonstrações contábeis anuais do ano de 1996.

**QUADRO 7.9** - Retornos anormais médios padronizados do ano de 1996

**QUADRO 7.10** - Teste t de diferença compartilhada entre as médias dos retornos anormais médios das ações no ano de 1996.

## LISTA DE FIGURAS

- FIGURA 1:** Retornos anormais médios acumulados do ano de 1996, para a totalidade da carteira de empresas componentes da amostra
- FIGURA 2:** Retornos anormais médios acumulados do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo I :  
Divulgação completa das demonstrações contábeis em moeda constante de acordo com o Parecer de Orientação CVM 029/96
- FIGURA 3:** Retornos anormais médios acumulados do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo II:  
Divulgação apenas dos efeitos da correção monetária de balanço, em nota explicativa, em desacordo com o Parecer de Orientação CVM 029/96
- FIGURA 4:** Retornos anormais médios acumulados do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo III:  
Divulgação apenas das demonstrações contábeis pela legislação societária, sem informar os efeitos inflacionários

## INTRODUÇÃO

O tema, divulgação de informações das companhias ao mercado, é especialmente motivador em razão da compreensão de que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passa necessariamente pelo aprimoramento da relação existente entre os participantes deste mercado.

O desenvolvimento de um mercado eficiente de capitais, pressupõe que as informações atendam as exigências legais e expectativas dos seus participantes. Desta forma o estudo tem como motivação contribuir para o aperfeiçoamento das relações das Companhias Abertas com o mercado de capitais.

O estudo tem como objetivo central buscar evidências, no mercado brasileiro de capitais, se a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante é considerada informação relevante pelo mercado capaz de influenciar no processo de precificação das ações das empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa de valores.

A dissertação esta dividida em oito capítulos. Nos três capítulos iniciais estão definidas: a questão de pesquisa, a justificativa do estudo e os objetivos do trabalho.

No capítulo quatro é efetuada a revisão bibliográfica, que buscou analisar na literatura de finanças, os aspectos que norteiam o estudo proposto.

No capítulo cinco é efetuada uma demonstração das distorções causadas às informações contábeis provocadas pela extinção da correção monetária de balanço e pela omissão das demonstrações contábeis em moeda constante.

No capítulo seis é detalhado o método adotado na pesquisa, com a descrição da hipótese a ser testada, bem como os elementos considerados na constituição da amostra e para determinação dos testes estatísticos.

No capítulo sete é realizada a análise dos resultados empíricos do trabalho e, finalmente no capítulo oito são apresentadas as conclusões da dissertação e a proposição de estudos complementares.

## **1. QUESTÃO DE PESQUISA**

A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante, tornadas obrigatórias a todas as companhias abertas a partir de 1988, possibilitou aos componentes do mercado de capitais, uma análise mais adequada do desempenho das companhias, pois as informações são elaboradas com a consideração dos efeitos inflacionários sobre todas as contas das demonstrações contábeis.

A capacidade informativa dos relatórios financeiros foi favorecida pela atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, que instituiu em termos regulares normas e pareceres técnicos sobre a Contabilidade com o objetivo de proporcionar maior transparência da situação econômica-financeira e patrimonial das companhias de capital aberto.

A partir das demonstrações contábeis encerradas em 1996, através da instrução CVM 248/96, foi tornada facultativa às companhias abertas divulgarem as demonstrações em moeda constante e através do Parecer de

Orientação CVM 29/96 foi definido o conteúdo mínimo das informações a serem apresentadas.

Desta forma as companhias abertas podem ser classificadas em três grupos distintos, de acordo com suas políticas de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante:

a) aquelas que divulgaram as demonstrações contábeis em moeda constante em sua forma completa de acordo com o Parecer de Orientação 29/96 da Comissão de Valores Mobiliários.

b) aquelas que divulgaram os efeitos da correção monetária de balanço, apenas em nota explicativa às demonstrações contábeis, em desacordo com o Parecer de Orientação 29/96 da Comissão de Valores Mobiliários.

c) aquelas que divulgaram somente as demonstrações contábeis pela legislação societária, sem informar os efeitos inflacionários.

Para cada grupo de análise pretende-se determinar a influência na precificação das ações, observando se o mercado precificou as ações de forma diferenciada para cada um dos grupos analisados. Desta forma o estudo pretende contribuir para melhorar a compreensão de alguns dos fatores que influenciam o comportamento do preços das ações neste mercado.



## 2. JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Estudos em mercados financeiros eficientes, definidos por **BREALEY & MYERS (1992)**, como mercados em que os participantes formam expectativas com relação aos preços, com base em toda a informação disponível sobre eventos que possam influenciar os preços do ativo negociado, demonstram que o preço da ação é um indicador da avaliação que o mercado faz do produto e deve refletir as informações disponíveis sobre o mercado em determinado momento.

Destaca-se os estudos de **BALL & BROWN (1968)**, **FOSTER et alli (1986)**, **CREADY (1988)** e **HOLTHAUSEN & VERRECCHIA (1990)**, os quais utilizaram a variação do preço das ações como forma de analisar o impacto de uma informação ou evento.

No mercado brasileiro de capitais cita-se os estudos de **LEAL (1988)**, **LEAL & AMARAL (1990)**, **LEITE & SANVICENTE (1990)** e **SCHIEHLL (1996)**, com evidências de variações anormais no preço das ações próximos à divulgação ou ocorrência de eventos relevantes relacionados às ações.

As empresas contam, no mercado de capitais, com uma fonte de recursos para os seus projetos, mas como defende **TERTULIANO (1993)** a utilização de todo o potencial deste mercado pressupõe uma interação das empresas com o mercado, via transparência em suas políticas de divulgação de informações.

Como a partir de 1996, as empresas divulgam suas demonstrações contábeis em moeda constante de forma voluntária, um estudo que quantifique no universo de empresas de capital aberto quais estão adotando este procedimento e o reflexo na precificação das ações contribuirá para que se compreenda melhor o funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

A retenção de informações, conforme demonstra **TERTULIANO (1993)**, tem uma consequência evidente de afetar o preço da ação, e os custos de colocação de novas ações, o que será objeto de demonstração na seção 4.3.

A partir desta demonstração, o estudo pretende contribuir para que as companhias abertas percebam a influência na precificação de suas ações, em virtude da política de divulgação de suas demonstrações contábeis em moeda constante adotada a partir de 1996, que resulta no aumento da transparência das informações contábeis para os usuários externos.

## **3. OBJETIVOS**

### **3.1 Objetivo Geral**

Investigar se as Demonstrações Contábeis em Moeda Constante, divulgadas pelas empresas de capital aberto, são consideradas como informação relevante para o mercado, com influência significativa no processo de precificação das ações.

### **3.2 Objetivos Específicos**

a) Verificar se o mercado esta precificando as ações do grupo de empresas que omitiu as demonstrações contábeis em moeda constante de forma diversa daquelas que optaram por continuar divulgando.

b) Verificar se o atendimento ao Parecer de Orientação CVM 29/96, que disciplina a forma de divulgação das Demonstrações Contábeis em Moeda Constante, influencia a precificação das ações no mercado de capitais brasileiro.

#### 4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O tema a ser desenvolvido está relacionado a divulgação de informações ao mercado por parte das Companhias Abertas, desta forma é necessário definir o impacto deste tema no contexto da decisão de investimentos, para que se possa entender a influência da informação no processo de formação de preço de uma ação.

Informação, de acordo com a definição de **BROMWICH (1992)**, é algo que transmite novos conhecimentos aos indivíduos, mas acrescenta que do ponto de vista econômico ela deve significar um conjunto de conhecimentos relevantes, capaz de influenciar a tomada de decisão.

Uma informação é relevante na medida em que altere a opinião de seus usuários em relação a eventos futuros; em um mercado eficiente o preço das ações se ajusta rapidamente à divulgação de uma nova informação, refletindo portanto toda a informação disponível sobre determinada ação.

A questão da relevância da informação no mercado de capitais conduz ao tema da Eficiência de Mercado, que será o primeiro conceito a ser definido.

Serão analisados na literatura de finanças os conceitos que relacionam o tema informação no processo de precificação das ações.

A adequação da informação as necessidades dos investidores pode ser medida pelo impacto no mercado de capitais. Desta forma será definido, do ponto de vista teórico, o valor econômico de uma informação.

O relacionamento de uma empresa com o mercado por intermédio de uma política de divulgação de informações conduz ao termo *Disclosure*. **TERTULIANO (1993)**, define *Disclosure*, como o meio de realizar o objetivo empresarial de consolidar a imagem institucional da empresa, através da divulgação integrada de seus relatórios financeiros e de seus produtos e serviços.

Falhas nas políticas de divulgação de informações das empresas ao mercado, remetem a uma situação de assimetria informacional, entre os gestores e os demais componentes do mercado, que será exposta em um tópico específico.

As demonstrações contábeis são um instrumento de divulgação de informações ao mercado, procedimentos que ampliem a capacidade informacional destas demonstrações contribuirão para o aperfeiçoamento das relações das empresas com o mercado. Com este intuito, será definido em uma seção específica, os principais fundamentos de uma demonstração em moeda constante e o seu conteúdo informacional.

## 4.1 Mercados Financeiros Eficientes

O conceito e implicações de um mercado financeiro eficiente serão discutidos nesta seção, com o objetivo de demonstrar o impacto da divulgação de informações na formação do preço das ações.

A análise da resposta do mercado à divulgação das Demonstrações Contábeis de uma empresa, através da variação do preço das suas ações, permite avaliar o nível da eficiência do mercado de capitais e os efeitos deste evento na precificação das ações.

**BREALEY & MYERS (1992)** conceituam mercado financeiro considerado eficiente aqueles em que os participantes formam expectativas com relação aos preços, com base em toda a informação disponível sobre eventos que possam influenciar os preços do ativo negociado no mercado. O preço, portanto não é meramente um parâmetro de equilíbrio de oferta e procura. Mais do que isto, ele é também um indicador da avaliação que o mercado faz do produto em questão e deve refletir as informações disponíveis sobre um mercado em determinado momento.

Existem condições, que contribuem para a existência de um mercado de capitais eficiente as quais são opontadas por **FAMA (1970)**:

- a) O custo de transação deve ser zero nas operações com ações;

b) que toda a informação esteja disponível, sem custo, a todos os participantes do mercado; e

c) que todos concordem em relação às implicações da informação corrente para o preço atual e à distribuição de preços futuros de cada ação.

De acordo com **FAMA (1970)** a eficiência de mercado possui três categorias: Fraca, Semi-Forte e Forte.

Na Forma de Eficiência Fraca, o preço atual de uma ação reflete as informações históricas sobre seus retornos. Isto impossibilitaria (por parte de investidores) ganhos anormais com base neste conjunto de informações uma vez que toda informação disponível é histórica e igualmente conhecida por todos.

A forma de Eficiência Semi-Forte pressupõe que toda a informação pública é rapidamente absorvida pelos participantes do mercado de capitais, e integralmente refletida no preço desta ação. Esta hipótese implica que o investidor que fundamentar sua decisão de investimento em uma informação relevante após ela ter-se tornada pública, não terá retorno anormal nesta transação, porque o preço da ação já estará ajustado à nova informação.

A forma semi forte da hipótese de mercado eficiente de acordo com **ROSS, S & JAFFE, JJ (1995)**, não diz que o preço da ação não seja afetado por toda e qualquer decisão contábil. O preço tende a ser influenciado caso uma empresa retenha informação útil ou forneça informação incorreta.

A forma de Eficiência Forte é caracterizada como o estágio em que o preço reflete toda a informação relevante sobre uma determinada ação, seja esta informação pública ou privada. Isto significa que nenhum grupo de investidores teria o monopólio, ou acesso privilegiado, de informações relevantes à formação do preço de uma ação.

Um mercado financeiro eficiente processa as informações disponíveis aos investidores e as incorpora aos preços dos títulos. Isso tem duas implicações gerais. Primeiramente, em qualquer período, o retorno anormal de uma ação pode depender de informações ou notícias recebidas pelo mercado naquele período. Em segundo lugar, um investidor que utiliza a mesma informação que o mercado não pode esperar obter retornos extraordinários.

Estes conceitos são complementados por **FAMA (1991)** ao afirmar que são irrealistas as condições de custo de transação e de informação iguais a zero, considerando que o preço da ação reflete integralmente as informações somente se o benefício marginal de operar em função da nova informação, superar o custo marginal da transação.

Um mercado financeiro eficiente pressupõe que o preço das ações seja formado com base no conjunto de informações disponíveis. O processo de avaliação de empresas é comparado por **LEITE & SANVICENTE (1994, p.18)** "... ao processo de avaliação de árvores: se alguém deseja comprar uma



árvore frutífera, certamente ajustará seu preço de oferta à produção futura de frutos desta árvore que for possível antecipar no momento da aquisição ".

Desta forma, uma empresa que busca o preço justo de suas ações deve municiar o mercado com informações relevantes ao processo de avaliação, no sentido de reduzir o risco.

O valor da informação do ponto de vista econômico e a influência na precificação dos ativos será o objeto da próxima seção.

#### **4.2 Valor da Informação**

A qualidade da informação faz a diferença entre uma boa ou má decisão de investimento, **MAHONEY (1997)** reforça esta posição ao afirmar que a informação ajuda analistas e investidores a tomarem decisões mais bem fundamentadas sobre os fatores positivos e perspectivas fundamentais das empresas. A informação se traduz em conhecimento e discernimento.

O valor de uma informação do ponto de vista econômico pode ser medido, segundo **BROMWICH (1992)**, pela expectativa da utilidade de um sistema de informação ( $N_p$ ), menos a utilidade esperada de usar um sistema de informação nulo ( $N_o$ ), ou mais formalmente:

$$\text{Valor de um Sistema de Informação} = E ( U/N_p ) - E ( U/N_o )$$

A adequação de uma informação às necessidades dos investidores, pode ser medida, de acordo com **TERTULIANO (1993)**, pelo impacto desta informação no mercado de capitais.

Neste sentido, informações complementares que não produzem, ou confirmam expectativas dos componentes do mercado, não são consideradas informações do ponto de vista econômico.

Uma informação divulgada pode não ter valor econômico na medida em que não seja capaz de influenciar a tomada de decisão, ainda segundo **BROMWICH (1992)**, neste caso o valor desta informação será nulo pois a função do uso em relação ao não uso não possui significância.

A eficiência do mercado de capitais esta condicionada a definição precisa de informação e o valor desta informação. **COPELAND & WESTON (1988)** demonstram que uma informação possui diferentes valores dependendo dos diferentes públicos que a recebem.

O conceito a ser desenvolvido na próxima seção é o do processo de divulgação de informações de uma empresa ao mercado, “*corporate disclosure*”, proposto como forma de consolidar a imagem institucional da empresa, através da transparência de sua política de divulgação de informações ao mercado.

### ***4.3 Corporate Disclosure***

O objetivo desta seção é a definição das implicações de uma política de divulgação de informações das companhias de capital aberto ao mercado na precificação de suas ações.

Uma empresa de capital aberto tem inúmeros compromissos com seus acionistas e o mercado de capitais definidos por legislação. Por isso, deve prestar informações periódicas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), à Bolsa de Valores onde seus títulos sejam mais negociados, e ao público, via imprensa, sobre seus resultados.

A finalidade das relações com investidores é ajudar a empresa a alcançar o seu justo valor ( **MAHONEY, 1997**). Isto ocorre quando as melhores informações disponíveis estão sendo refletidas no preço das ações. Aplicando os seus enfoques e modelos, os investidores têm conhecimento suficiente sobre a empresa para formularem opiniões fundamentadas sobre o seu desempenho futuro, isto é, opiniões tão válidas quanto alguém possa formular no momento.

Segundo **BROMWICH (1992)**, informação sob o aspecto econômico é o conjunto de conhecimentos relevantes, capazes de influenciar a tomada de decisão, desta forma o conhecimento adicional que não produz impacto sobre o processo decisório, ou que apenas confirma as expectativas do tomador de decisão, não é considerado informação do ponto de vista econômico.

De acordo com **SOUZA (1995)** pode-se definir *corporate disclosure* como sendo qualquer divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja numérica ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais. O *corporate disclosure* divide-se em duas vertentes: *disclosure* legal ou formal, e *disclosure* voluntário ou informal.

O *disclosure* legal ou formal abrange os requerimentos de informações para registro das companhias abertas e os requerimentos de informações periódicas expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários de cada País. Nestes documentos as companhias abertas devem prestar informações sobre questões específicas como a descrição de suas atividades, detalhes dos quadros administrativos, demonstrações financeiras, comentários sobre seus resultados operacionais, etc.

O *disclosure* voluntário ou informal envolve todas as informações corporativas cuja divulgação não é obrigada por lei, como por exemplo: *press-releases*, informações não obrigatórias inseridas nos relatórios anuais, materiais de marketing corporativo, reuniões com analistas de investimentos e contatos diretos com acionistas. Adicionalmente, pode-se agregar negociações trabalhistas, campanhas publicitárias e outras formas de divulgação não direcionadas para a comunidade financeira, mas que são filtradas pelos investidores

As informações periódicas estão definidas em um documento da CVM, a Instrução 60 de janeiro de 1987. Em resumo, todas as companhias de capital

aberto devem fornecer trimestralmente demonstrações financeiras, com as posições do seu ativo e passivo e o resultado do período. Uma vez ao ano, devem apresentar seu balanço final. Essas mesmas informações devem ficar disponíveis aos acionistas titulares nas próprias empresas ou podem ser consultadas pelo público na Comissão.

Para evitar que fique ao gosto de cada empresa o que deve ou não ser divulgado, a Instrução 31, da CVM, de fevereiro de 1984, relaciona os 15 atos e fatos que considera relevantes para conhecimento público.

A Instrução 31 prevê uma exceção, para salvaguardar a atuação comercial das empresas. Os administradores da companhia podem entender que a revelação de um ato ou fato coloca em risco os interesses legítimos da empresa. Mas, ainda nesse caso, se a informação fugir ao controle dos administradores ou a cotação das ações apresentar oscilações atípicas, eles ficam obrigados a divulgá-la imediatamente.

O Brasil é reconhecido por **MAHONEY ( 1996)**, como um dos únicos países que possui legislação para nortear a divulgação de informações das companhias, afirma que em outros países a divulgação de informações é voluntária, desta forma podendo apresentar grande margem de inconsistência e baixa qualidade. Nos Estados Unidos, todas as regras referentes a “*disclosure*” são resultantes de um processo de auto-regulamentação.

O nível de informações é um dos determinantes do maior ou menor sucesso no tocante a obtenção de condições favoráveis à empresa, quanto a determinação do preço de lançamento e na sustentação do preço no mercado secundário. (TERTULIANO, 1993).

Pesquisa realizada por SOUZA (1995) cita a conclusão sobre a hierarquização das fontes de *Corporate Disclosure* no Brasil, como "os contatos pessoais" a principal fonte de informação. Três fontes de informações além dos "contatos pessoais" obtiveram índice de 100% de respostas entre "extremamente importantes", "muito importantes" e "importantes": as demonstrações contábeis anuais, os comentários sobre o desempenho da companhia (inseridos nos relatórios da administração e nas informações trimestrais requeridas pela CVM) e os informes trimestrais de resultados requeridos pela CVM.

Todas estas fontes de informação sofrem impacto negativo pela opção de não divulgar os números ajustados pela inflação, com a adoção da metodologia de correção integral, criando-se assim, um diferencial para aquelas companhias que retém as informações de suas demonstrações contábeis em moeda constante.

Destaca-se também conclusões de debate de analistas do mercado de capitais citado por ALVES( 1994), em que são enumerados problemas nas formas de divulgação e no conteúdo das informações prestadas pela companhias abertas, entre estas conclusões cita-se:

- Tratamento desigual das empresas que lançam ações no exterior, dado ao mercado estrangeiro, diferente daquele que é dado ao mercado nacional. No lançamento de ADRs, por exemplo, algumas empresas fornecem informações pormenorizadas, muito mais abrangentes do que as que fornecem aos analistas e investidores locais.

- Os analistas entendem que as bolsas e a CVM devem fazer com que todas os diretores de empresas de capital aberto tenham consciência de que as informações são prioritárias, são uma exigência. Os diretores devem saber, de maneira clara, quais são suas obrigações e responsabilidades.

- A transparência de informações não envolve, ainda, a maioria das empresas. Na avaliação da Abamec, citada por **ALVES (1994)** não passam de 40 - entre cerca de 200 negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - aquelas que mantêm essa relação diferenciada com o mercado.

A consequência sensível da ausência de uma constante estratégia de comunicação institucional por parte da empresa redundará fatalmente numa imagem residual e dispersa junto a seu ambiente de atuação (acionistas, clientes, fornecedores, funcionários, investidores, etc) rompendo e anulando um dos mais decisivos instrumentos de alavancagem de seus negócios (**TERTULIANO, 1993**).

A credibilidade e confiança são duas mercadorias intangíveis de acordo com **MAHONEY (1996)** e que têm o mais alto valor no mercado. A primeira é a que transforma investidores em acionistas. E a segunda faz com que eles mantenham suas posições acionárias. Para conseguir essas mercadorias, as companhias precisam de uma moeda simples: a informação. Quanto maior for o volume de informação oferecida, maior será a credibilidade obtida. Quanto melhor for a qualidade dessa informação, maior a confiança conquistada.

Adicionalmente a empresa enfrentará sensíveis dificuldades em termos institucionais, em virtude da possível agressividade por parte de algumas das principais empresas do seu setor de atividades, que, aliando tradição, expertise e investimentos constantes em comunicação, acabam conquistando maior competitividade.

Conforme defende **TERTULIANO (1993)** a adoção de uma política de divulgação de alto nível consolida a imagem da empresa e é uma forma de: viabilizar a realização de captações de recursos financeiros no mercado de capitais; possibilita que a empresa obtenha condições favoráveis na negociação da operação; forma de conferir aos títulos maior liquidez, incorporando os investidores potenciais ao rol de acionistas da empresa.

A inconsistência de uma política de divulgação de informações ao mercado tem uma conseqüência evidente de afetar o preço da ação, e os custos de colocação das ações, na fórmula descrita verifica-se este impacto ( **TERTULIANO, 1993**) pág 31...



$$\textit{Preço Justo} = \frac{\textit{Lucro por Ação projetado}}{\textit{Custo de Oportunidade} + \textit{Prêmio pelo Risco}}$$

O lucro projetado é determinado pelo analista de acordo com as informações obtidas da empresa, associadas aos aspectos conjunturais.

Segundo **MILLER (1981)** o custo de oportunidade é definido como o melhor retorno no seu melhor uso alternativo.

O custo de oportunidade para **TERTULIANO (1993)** pode ser determinado por uma aplicação de renda fixa, já ajustada ao Imposto de Renda e inflação.

**BILAS (1980)** expressa que o custo dos fatores para uma empresa é igual aos valores destes mesmos fatores em seus melhores usos alternativos, **VARIAN (1994)** acrescenta, afirmando que a definição econômica de lucros necessita que avaliemos todos os insumos e os produtos aos seus custos de oportunidade.

O prêmio, pelo risco da avaliação de variáveis tais como: liquidez da ação, qualidade da administração e tipo das informações prestadas pela empresa, com os conseqüentes reflexos na projeção de resultados.

A qualidade do processo de informação, segundo **MAHONEY (1997)**, oferece perspectivas para as empresas para levantar capital e de conseguí-lo a custo mais baixo; o aumento do prestígio que acompanha uma elevação no valor das ações, que se manifesta favoravelmente de diversas maneiras no curso diário das atividades da empresa; a vantagem de uma cotação maior das ações na realização de uma aquisição ou na dissuasão de uma tomada de controle hostil.

Dos diversos fluxos de informação que se cruzam no ambiente do mercado, o mais relevante, por conter as informações básicas, a respeito do principal produto negociado - as ações - é aquele que interliga empresas e investidores. Embora a legislação vigente ( Lei das S/A) estabeleça procedimentos e normas para divulgação de informações societárias por parte das companhias abertas, nem sempre o volume de dados divulgados é suficiente para satisfazer às necessidades dos investidores.

O não atendimento das necessidades de informação remete a uma situação de insegurança, que conduz ao conceito de assimetria informacional a ser desenvolvido na próxima seção.

#### **4.4 Assimetria Informacional**

Em mercados financeiros eficientes, considera-se que toda a informação é disponível aos participantes do mercado. Da mesma forma o preço justo de

uma ação é afetado pelo prêmio de risco imposto pelo mercado, que sofre influência na sua definição pelas informações que a empresa disponibiliza.

Com base nestes conceitos a divulgação ou omissão de informação relevante ao mercado, remete a criação de uma assimetria informacional entre os gestores da companhia e os demais componentes do mercado.

A assimetria informacional é definida como a disparidade de informações existente entre os participantes do mercado - os gestores das companhias e os investidores - e ocorre quando o gestor possui conhecimentos a respeito do desempenho futuro da empresa aos quais os investidores não têm acesso. **MYERS e MAJLUF (1984)** dizem que os investidores, uma vez cientes da assimetria informacional, tendem a subvalorizar as novas emissões de títulos por parte da Companhia.

A assimetria entre o gestor e acionistas, ainda segundo **MYERS E MAJLUF (1984)**, cria um custo específico: a possibilidade de que a empresa não faça a emissão de ações e desista de um projeto com retorno positivo. A emissão só será realizada caso o VPL do projeto seja maior do que a subvalorização sofrida pelas ações em decorrência da assimetria informacional.

Tem-se então que a possibilidade de assimetria informacional compromete a credibilidade que a companhia desfruta junto ao mercado no momento em que lança os papéis. **SMITH (1993)** argumenta que a atitude correta a ser tomada pelo gestor para evitar a assimetria informacional é

informar claramente ao mercado a sua intenção com relação à aplicação dos recursos a serem captados.

Estudo de **HELWEGE & LIANG (1994)**, conclue que existe uma fraca evidência de que a assimetria informacional aumente a possibilidade de emissão de dívidas em detrimento da emissão de ações.

As demonstrações contábeis contemplam um conjunto de informações importantes em relação à determinação do risco de uma ação e, conseqüentemente, parte do retorno esperado desta ação de acordo com **COPELAND & WESTON (1988)**, Esses mesmos autores defendem que o risco operacional de uma empresa pode ser medido através da média e variância dos retornos obtidos a partir do conjunto de ativos que a empresa possui: disponibilidades, contas a receber, estoques e ativo permanente.

A redução da assimetria informacional ao ser buscada pelas empresas, via uma política de transparência na divulgação das informações ao mercado, conduz a uma sintonia com as necessidades dos componentes do mercado.

A divulgação de demonstrações contábeis com o máximo de informação é um instrumento que a empresa conta para obter uma posição favorável no mercado. A divulgação dos efeitos inflacionários reduz o risco na análise das empresas sendo um fator que segundo **TERTULIANO (1993)** tem efeito positivo na formação do preço justo de uma ação.

A próxima seção tem o objetivo de identificar o conteúdo informacional e as principais distorções de uma demonstração contábil que não considere os efeitos inflacionários.

## **5. DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS**

Inicialmente serão apresentados as principais exigências legais para a elaboração e divulgação de demonstrações contábeis, para a seguir demonstrar as finalidades da contabilidade como fonte de informação relevante ao mercado.

As demonstrações contábeis são o conjunto de contas que espelham, com clareza, as mutações ocorridas no exercício social de determinada empresa, e a situação de seu patrimônio líquido em determinado momento.

Para fins de elaboração das demonstrações contábeis, devem ser destacados da escrituração mercantil, contas e valores apresentados no final do exercício, dando a estes, forma e disposições estabelecidos na Lei das Sociedades por Ações ( Lei 6404/76).

A lei das Sociedades por Ações determina que ao fim do exercício social as companhias devem elaborar, com base na escrituração comercial, as seguintes demonstrações contábeis, as quais devem exprimir, com clareza, a situação do patrimônio e as mutações ocorridas no exercício:

a) Balanço Patrimonial, que busca evidenciar, quantitativa e qualitativamente, em uma determinada data, a posição patrimonial e financeira de uma empresa.

b) Demonstração de Resultados do Exercício, que demonstra a composição do resultado formado em um determinado período de operações da empresa.

c) Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, que evidencia, em um determinado período, as mutações nos resultados acumulados da empresa.

d) Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, que evidencia, em um determinado período, as modificações que originaram as variações do capital circulante líquido de uma empresa.

As companhias abertas estão obrigadas a elaborar e publicar a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, em substituição à Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados. A demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido evidencia, em um determinado período, a movimentação das contas que integram o patrimônio da empresa.

Até o final de dezembro de 1995, as companhias abertas estiveram também obrigadas à elaboração e publicação das Demonstrações Contábeis em Moeda Constante, para atender ao Princípio do Denominador Comum Monetário.

A Lei 9249/95, em consonância com as medidas econômicas adotadas, eliminou, a partir de 01 de janeiro de 1996, a adoção de qualquer sistema de correção monetária, inclusive para fins societários.

A CVM, através da Instrução 248/96, além de exigir a apresentação das informações trimestrais em consonância com a Lei 9249/95, tornou facultativa a elaboração e a sua divulgação em moeda de capacidade aquisitiva constante.

De acordo com o Parecer de Orientação 29 CVM/96, as companhias abertas devem avaliar a importância dessas informações, inclusive para efeito de análise comparativa, e de sua divulgação, a fim de atender, de uma forma mais plana, à demanda do mercado.

As companhias abertas que optarem por divulgar demonstrações complementares, elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, devem seguir, a título de orientação, os requisitos constantes no Parecer de Orientação 29 CVM/96.

Os próximos conceitos a serem desenvolvidos pretendem caracterizar a contabilidade como um sistema de geração de informações relevantes, capazes de influenciar os tomadores de decisão.

A contabilidade deve ser um arquivo básico de informação que possa ser usado, de forma flexível, por vários tipos de usuários, cada um com ênfases



diferentes neste ou naquele tipo de informação, neste ou naquele tipo de avaliação, porém extraídos todas os informes do arquivo básico estabelecido pela Contabilidade ( **IUDÍCÍBUS , 1987**).

De acordo com **MUSSOLINE (1994)**, a adoção de princípios uniformes na elaboração das demonstrações contábeis, proporcionam a interpretação adequada dos fatos econômicos que a compõe, visando entre outros objetivos, à finalidade fundamental de proteger as relações e os interesses dos acionistas e terceiros que mantenham relacionamento.

A descontinuidade de procedimentos a partir de 1996, onde parte das empresas optaram por deixar de divulgar demonstrações em moeda constante prejudica a interpretação dos fatos econômicos com prejuízo nas relações da empresa e o mercado, na medida em que algumas empresas estão apresentando números ajustados pela inflação e outras estão omitindo estas informações cria-se assim, um diferencial na transparência do conteúdo divulgado nestas demonstrações.

Os objetivos da contabilidade devem ser aderentes, de alguma forma explícita ou implícita, àquilo que o usuário considera como elementos importantes para seu processo decisório e ainda, a verdade da contabilidade reside em ser instrumento útil para a tomada de decisões pelo usuário, tendo em vista a empresa ( **RICCIO, 1989**).

Quaisquer que sejam os usuários da informação contábil, de acordo com **GUAGLIARDI (1987)**, um aspecto é comum: a confiabilidade nas informações e a preferência por informações quantitativas. Elas são mais objetivas, subsidiando os usuários na melhor utilização de recursos que possibilitam maximizar resultados.

Os fatos contábeis fazem parte do mundo dos eventos econômicos de uma empresa; é um mundo dinâmico de atividades econômicas, onde vários grupos (gerentes, acionistas, credores, clientes e outros usuários das informações contábeis) são influenciados e influenciam uns aos outros ( **SILVA & NAKAGAWA. 1995**).

Quais são as necessidades de informação que os diversos usuários da informação contábil apresentam? Qual o nível de detalhes que os usuários precisam? Estas são respostas que as empresas e seus profissionais devem buscar.

Estabelecer se a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante é considerado um evento relevante pelo mercado, capaz de influenciar no processo de precificação das ações, servirá como referencial para o aperfeiçoamento da relação entre as empresas e os demais componentes do mercado de capitais brasileiro.

## **5.1 Demonstrações contábeis: comparação da forma de reconhecimento dos ajustes inflacionários**

A extinção da correção monetária legal de balanço, por força da lei 9249/95 provoca impacto nas empresas. O objetivo desta seção é demonstrar os principais efeitos desta prática.

A análise estará centrada nos seguintes aspectos:

- Qual o nível de erro nas informações sobre a rentabilidade da empresa;
- Quais os problemas na avaliação do Patrimônio Líquido da empresa e,
- Quais são as deformações na análise da formação do lucro.

Para atingir o objetivo proposto será apresentado um exemplo partindo de demonstrações contábeis de acordo com a legislação societária, sem considerar os efeitos da correção monetária de balanço. Após será procedido os ajustes correspondentes a correção monetária de balanço e a aplicação da metodologia de demonstrações contábeis em moeda constante.

### **5.1.1 Demonstrações contábeis sem considerar os efeitos da correção monetária de balanço**

As demonstrações contábeis apresentadas neste tópico não contemplam ajustes de correção monetária de balanço. A inflação considerada no exemplo é de 10%, mas que nesta seção não implicará em ajustes nas Demonstrações Contábeis.

**QUADRO 5.1**

**BALANÇO PATRIMONIAL PELA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA  
SEM CONSIDERAR OS EFEITOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA**

<b>ATIVO</b>	<b>31.12.X0</b>	<b>31.12.X1</b>
Caixa	1.000	1.900
Créditos	5.000	14.000
Estoques	8.000	19.100
Imobilizado	50.000	50.000
Depreciações	(10.000)	(20.000)
Total do Ativo	54.000	65.000

<b>PASSIVO</b>	<b>31.12.X0</b>	<b>31.12.X1</b>
Fornecedor	3.000	8.000
Imp.Renda/Cont.Social	0	1.380
Dividendos	0	1.098
Capital Social	51.000	51.000
Reservas de Lucro	0	3.522
Total do Passivo	54.000	65.000

## QUADRO 5.2

### DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PELA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA SEM CONSIDERAR OS EFEITOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA

	31.12.X1
Receita Bruta	36.000
Custo das Mercadorias Vendidas	(20.000)
Depreciações	(10.000)
Lucro Antes Impostos/Contribuições	6.000
Imposto Renda/Contrib.Social	(1.380)
Lucro Líquido	4.620

#### 5.1.2 Demonstrações contábeis considerando os efeitos da correção monetária de balanço.

A forma de reconhecimento da inflação estabelecida pela Lei 6404/76, revogada pela Lei 9249/95, determinava o reconhecimento da inflação em uma única linha na demonstração de resultados do exercício, denominada de *resultado da correção monetária patrimonial*.

Com base nas demonstrações contábeis apresentadas no tópico anterior, considerando uma inflação de 10%, que será refletida na UMC ( Unidade Monetária Contábil) que é o indexador definido na instrução 191/92 da Comissão de Valores Mobiliários, as demonstrações terão os seguintes valores:

**QUADRO 5.3**

**BALANÇO PATRIMONIAL PELA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA  
CONSIDERANDO OS EFEITOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA**

<b>ATIVO</b>	<b>31.12.X0</b>	<b>31.12.X1</b>
Caixa	1.000	1.900
Créditos	5.000	14.000
Estoques	8.000	19.100
Imobilizado	50.000	55.000
Depreciações	(10.000)	(22.000)
Total do Ativo	54.000	68.000

<b>PASSIVO</b>	<b>31.12.X0</b>	<b>31.12.X1</b>
Fornecedor	3.000	8.000
Imp.Renda/Cont.Social	0	897
Dividendos	0	713
Capital Social	51.000	56.100
Reservas de Lucro	0	2.290
Total do Passivo	54.000	68.000

**QUADRO 5.4****DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PELA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA  
CONSIDERANDO OS EFEITOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA**

	<b>31.12.X1</b>
Receita Bruta	36.000
Custo de Mercadorias Vendidas	(20.000)
Depreciações	(10.488)
Correção Monetária de Balanço	(1.612)
Lucro Antes Impostos/Contribuições	3.900
Imposto Renda/Contrib.Social	( 897)
Lucro Líquido	3.003

**QUADRO 5.5****COMPOSIÇÃO DO SALDO DE CORREÇÃO MONETÁRIA**

	<b>31.12.X1</b>
Imobilizado	5.000
Depreciações	(1.512)
Capital Social	(5.100)
Saldo Líquido	(1.612)

O método de correção monetária que vigorava no Brasil, até 1995, para fins fiscais e societários era bastante simples em termos de cálculos e teoria, mas possuía falhas apontados por **IUDÍCIBUS (1993)**, relacionadas a seguir:

a) não correção monetária de ativos não monetários ( não sujeitos a inflação), classificados no ativo circulante e no ativo realizável a longo prazo, principalmente com relação aos estoques;

b) não correção monetária das receitas e despesas do período, registradas na demonstração do resultado do exercício;

c) não correção monetária das contas de resultado de exercícios futuros;

d) a forma da apresentação da correção monetária na demonstração do resultado, como uma única linha após o resultado operacional, leva aos usuários da informação a julgarem que o valor resultante trata-se de uma simples atualização dos ativos permanentes e do patrimônio líquido.

Adicionalmente, a classificação da correção monetária era inconsistente, haja vista que a correção monetária de um bem contabilizado no ativo permanente era registrada após o resultado operacional, enquanto que a variação cambial, referente ao empréstimo em moeda estrangeira que financiou este bem, é incluída na apuração desse resultado.



### **5.1.3 Demonstrações contábeis em moeda constante**

A outra forma de reconhecer os efeitos da inflação foi introduzida no Brasil por meio da Instrução Normativa CVM 64, em 1987, e determina a atualização monetária de todas as contas registradas pela contabilidade para moeda de final de exercício. Esta Instrução sofreu alterações, a mais recente pela Instrução CVM 191 de 1992. Essas Instruções estabelecem mecanismos de ajuste a valor presente para ativos e passivos registrados com base em montantes pré-fixados.

A Lei 9249/95 em seu artigo 4, veda a utilização de correção monetária na escrituração comercial, inclusive para fins societários. A Instrução CVM 248/96 transforma em voluntária a exigência anterior das companhias abertas elaborarem e divulgarem demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante.

A sistemática de demonstrações contábeis em moeda constante, determinada pela CVM para as companhias abertas, corrige as falhas apontadas na elaboração de demonstrações contábeis pela legislação societária com reconhecimento da correção monetária de balanço, possibilitando uma compreensão mais adequada da situação patrimonial e financeira e dos resultados das operações, as mutações patrimoniais e as origens e aplicações de recursos das companhias.

A elaboração de demonstrações contábeis em moeda constante tem o objetivo claro de divulgar informações mais confiáveis e transparentes da situação econômica e financeira da empresa.

Para demonstrar a sistemática de elaboração das demonstrações contábeis em moeda constante serão apresentadas inicialmente estas demonstrações sem considerar os efeitos de ajustes a valor presente dos itens monetários e a atualização monetária dos estoques, para que possa ser observado o comportamento do resultado da empresa.

O Balanço Patrimonial não será alterado em relação às demonstrações pela legislação societária com os ajustes inflacionários, a demonstração de resultados será apresentada na forma do quadro 5.6:

QUADRO 5.6

**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS EM MOEDA CONSTANTE  
SEM CONSIDERAR OS AJUSTES A VALOR PRESENTE  
NOS ITENS MONETÁRIOS**

	<b>31.12.X1</b>
Receita Bruta	37.757
Custo de Mercadorias Vendidas	(22.318)
Depreciações	(11.000)
Despesa Financeira Comercial	545
Receita Financeira Comercial	(940)
Perda Inflacionária no Caixa	(144)
Lucro Antes Impostos/Contribuições	3.900
Imposto Renda/Contrib.Social	(897)
Lucro Líquido	3.003

As despesas e receitas financeiras comerciais, de acordo com a Instrução 191/92 da Comissão de Valores Mobiliários, registram as reversões dos ajustes a valor presente de créditos e obrigações.

O resultado final apresentado é idêntico ao verificado pela legislação societária, sendo que os valores indicados foram calculados da seguinte forma:

<b>QUADRO 5.7: VENDAS EM MOEDA CONSTANTE SEM AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Vendas	36.000	1,0488 - 1,10	37.757

<b>QUADRO 5.8 :COMPRAS SEM AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
Compras (=)	Estoque Inicial (-)	Estoque Final (+)	Custo das Mercadorias Vendidas (+)
31.100	8.000	19.100	20.000

<b>QUADRO 5.9 :CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS EM MOEDA CONSTANTE SEM AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Estoque Inicial	8.000	1,00 - 1,10	8.800
Compras	31.100	1,0488 -1,10	32.618
Estoque Final	19.100	1,10 -1,10	19.100
Custo Merc.Vendida			22.318

<b>QUADRO 5.10 : DEPRECIACÕES EM MOEDA CONSTANTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Depreciaoes	10.488	1,0488 - 1,10	11.000

<b>QUADRO 5.11 : RECEITA FINANCEIRA COMERCIAL SEM AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Créditos- Saldo Inicial	5.000	1,00 - 1,10	(5.500)
Variacão	9.000	1,0488 -1,10	(9.440)
Créditos - Saldo Final	14.000	1,10 -1,10	14.000
Rec. Financ.Comercial			( 940)

<b>QUADRO 5.12 :DESPESA FINANCEIRA COMERCIAL SEM AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Fornecedor- Saldo Inicial	3.000	1,00 - 1,10	3.300
Variacão	5.000	1,0488 -1,10	5.245
Fornecedor - Saldo Final	8.000	1,10 -1,10	(8.000)
Desp. Financ.Comercial			545

<b>QUADRO 5.13 : PERDA INFLACIONÁRIA NO CAIXA</b>			
	R\$	UMC	R\$
Caixa- Saldo Inicial	1.000	1,00 - 1,10	1.100
Variação	900	1,0488 -1,10	944
Caixa - Saldo Final	1.900	1,10 -1,10	(1.900)
Perda Inflac.Caixa			144

O método para elaboração das demonstrações contábeis em moeda constante prevê o ajuste a valor presente nas contas monetárias (clientes, fornecedores) e a atualização das contas não monetárias que existirem além daquelas classificadas no ativo permanente e patrimônio líquido da empresa. A taxa utilizada para os ajustes a valor presente pode ser a taxa real de juros da transação ou a taxa de juros divulgada pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento ( ANBID), na data do balanço ou na data da transação.

Desta forma as demonstrações em moeda constante apresentadas serão alteradas da seguinte forma:

O balanço patrimonial será alterado pelos ajustes a valor presente dos itens monetários pré-fixados, e pela atualização dos itens monetários.

**QUADRO 5.14****BALANÇO PATRIMONIAL EM MOEDA CONSTANTE****CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE****DOS ITENS MONETÁRIOS**

<b>ATIVO</b>	<b>31.12.X0</b> <b>(MOEDA 31.12.X1)</b>	<b>31.12.X1</b>
Caixa	1.100	1.900
Créditos	4.950	12.000
Impostos a Recuperar	0	44
Estoques	10.450	22.000
Imobilizado	55.000	55.000
Depreciações	(11.000)	(22.000)
Total do Ativo	60.500	68.944

<b>PASSIVO</b>	<b>31.12.X0</b> <b>(MOEDA 31.12.X1)</b>	<b>31.12.X1</b>
Fornecedor	2.310	7.000
Imp.Renda/Cont.Social	0	897
Dividendos	0	713
Capital Social	56.100	56.100
Reservas de Lucro	2.090	4.234
Total do Passivo	60.500	68.944

**QUADRO 5.15****DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS EM MOEDA CONSTANTE****CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE****NOS ITENS MONETÁRIOS**

	<b>31.12.X1</b>
Receita Bruta	37.757
Custo de Mercadorias Vendidas	(22.536)
Depreciações	(11.000)
Despesa Financeira Comercial	449
Receita Financeira Comercial	(816)
Perda Inflacionária no Caixa	(144)
Lucro Antes Impostos/Contribuições	3.710
Imposto Renda/Contrib.Social	(853)
Lucro Líquido	2.857



Os valores apresentados na demonstração de resultados em moeda constante são demonstrados a seguir:

<b>QUADRO 5.16: VENDAS EM MOEDA CONSTANTE CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Vendas	36.000	1,0488 - 1,10	37.757

<b>QUADRO 5.17 : COMPRAS CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
Compras (=)	Estoque Inicial (-)	Estoque Final (+)	Custo das Mercadorias Vendidas (+)
32.500	9.500	22.000	20.000

<b>QUADRO 5.18 : CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS EM MOEDA CONSTANTE CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Estoque Inicial	9.500	1,00 - 1,10	10.450
Compras	32.500	1,0488 -1,10	34.086
Estoque Final	22.000	1,10 -1,10	(22.000)
Custo Merc.Vendida			22.536

<b>QUADRO 5.19 :RECEITA FINANCEIRA COMERCIAL CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Créditos- Saldo Inicial	4.500	1,00 - 1,10	(4.950)
Variação	7.500	1,0488 -1,10	(7.866)
Créditos - Saldo Final	12.000	1,10 -1,10	12.000
Rec. Financ.Comercial			( 816)

<b>QUADRO 5.20 : DESPESA FINANCEIRA COMERCIAL CONSIDERANDO OS AJUSTES A VALOR PRESENTE</b>			
	R\$	UMC	R\$
Fornecedor- Saldo Inicial	2.100	1,00 - 1,10	2.310
Variação	4.900	1,0488 -1,10	5.139
Fornecedor - Saldo Final	7.000	1,10 -1,10	(7.000)
Desp. Financ.Comercial			449

A diferença do resultado pelo método de demonstrações contábeis em moeda constante e pela sistemática de correção monetária revogada pela Lei 9249/95 pode ser demonstrada no quadro 5.21.

**QUADRO 5.21****CONCILIAÇÃO DOS RESULTADOS EM MOEDA CONSTANTE E PELA  
LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA**

RESULTADO P/ LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA	3.003
AJUSTES EM 31.12.X0 (EM MOEDA 31.12.X1)	
Créditos	550
Estoques	(1.650)
Fornecedores	(990)
AJUSTES EM 31.12.X1	
Créditos	(2.000)
Estoques	2.900
Fornecedores	1.000
EFEITO NO IMP.RENDA E CONT.SOCIAL	44
RESULTADO EM MOEDA CONSTANTE	2.857

As principais diferenças entre os métodos de reconhecimento da inflação nas demonstrações contábeis podem ser demonstradas na comparação dos resultados apresentados, conforme apresentado no quadro 5.22.

**QUADRO 5.22****COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS  
PELA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA E EM MOEDA CONSTANTE**

	<b>LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA</b>		<b>MOEDA CONSTANTE</b>	
	<b>Sem Correção Monetária</b>	<b>Com Correção Monetária</b>	<b>Sem Ajustes Valor Presente</b>	<b>Com Ajustes Valor Presente</b>
RECEITA BRUTA	36.000	36.000	37.757	37.757
CUSTO M.VENDIDAS	(20.000)	(20.000)	(22.318)	(22.536)
DEPRECIAÇÕES	(10.000)	(10.488)	(11.000)	(11.000)
SALDO CORR.MONET	0	(1.612)	0	0
DESP.FIN.COMERC.	0	0	545	449
REC. FIN.COMERC.	0	0	(144)	(144)
LUCRO ANTES IR/CS	6.000	3.900	3.900	3.710
I.RENDA/C.SOCIAL	(1.380)	(897)	(897)	(853)
LUCRO LÍQUIDO	4.620	3.003	3.003	2.857
DIVIDENDOS	1.098	713	713	713

No exemplo desenvolvido, as demonstrações contábeis pela legislação societária, sem considerar os efeitos inflacionários, registraram maior desembolso de Imposto de Renda/Contribuição Social e Dividendos em função do não ajuste dos resultados pela inflação.

O método de correção monetária tradicional, em que os efeitos inflacionários são refletidos em uma única linha na demonstração de resultados registra o mesmo resultado da aplicação parcial dos procedimentos para demonstrações contábeis em moeda constante, demonstrando que o antigo sistema societário de correção monetária possuía deficiências, mas cumpria a função de reduzir os efeitos da inflação nas demonstrações contábeis.

O modelo completo de demonstrações em moeda constante possibilita a comparação das contas em uma mesma moeda e a evidenciação mais completa do impacto da inflação nas informações.

Para **PIMENTEL (1986)**, a grande dificuldade de interpretação das demonstrações contábeis reside no fato da utilização da moeda como unidade de medida. A adoção de um método para divulgação de demonstrações contábeis que reflita a variação do poder aquisitivo da moeda permite uma maior transparência nos resultados divulgados.

**FALDINI (1996)**, afirma que é necessário que as empresas se conscientizem dos benefícios que representa a evidenciação de todas as informações que possibilitem melhor avaliação de sua situação patrimonial e, além disso, que permitam a realização de previsões sobre o seu futuro desempenho.

Ainda segundo **FALDINI (1996)** embora a CVM, tenha tornado opcional a apuração das demonstrações também em moeda constante, o caminho mais indicado é o que passa pela manutenção da correção monetária integral.

O Instituto Brasileiro dos Contadores, através do comunicado 97/01, recomenda que as empresas apresentem em nota explicativa, esclarecimentos sobre a mudança nas práticas contábeis e seus efeitos tributários, se relevantes, como seriam reconhecidos e, se não reconhecidos, os efeitos dos impactos futuros.

A adoção de procedimentos que reflitam nas demonstrações contábeis, os impactos inflacionários é reconhecida na literatura como a que fornece bases mais confiáveis ao processo de decisão.

A partir de 1996, com o estabelecimento de um grupo de empresas de capital aberto que deixaram de divulgar as demonstrações contábeis em moeda constante, associou-se a elas um processo de retenção de informações.

A parte empírica deste estudo pretende identificar a reação do mercado através do processo de precificação das ações vinculado ao evento divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante.

## **6. MÉTODO DE PESQUISA**

O estudo desenvolvido pretende medir o impacto, no preço das ações das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, pela divulgação total ou parcial, ou pela omissão de demonstrações contábeis em moeda constante.

A partir dos exercícios encerrados em 1996, as companhias abertas, tem a opção de divulgar as demonstrações contábeis em moeda constante, criando-se assim, três grupos distintos de empresas:

a) aquelas que disponibilizam estas demonstrações de forma completa de acordo com o Parecer de Orientação CVM 029/96;

b) aquelas que divulgam informações parciais destas demonstrações, apenas em notas explicativas, em desacordo com o Parecer de Orientação CVM 029/96 e;

c) aquelas que omitiram estas informações, divulgando apenas as demonstrações contábeis pela legislação societária sem a divulgação dos efeitos inflacionários.



As empresas foram divididas em grupos, de acordo com suas políticas de divulgação de demonstrações em moeda constante e foi avaliado o impacto, em cada grupo, no preço das ações.

No estudo foi utilizado o método, descrito na literatura de Finanças (**SANVICENTE, 1990**) como Estudos de Eventos, com o objetivo de avaliar o impacto da divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante no processo de precificação das ações

### **6.1 Estudos de Eventos**

A formulação básica para Estudos de Eventos compreende a utilização de um modelo de geração de retornos de ações e a identificação de performance anormal nos períodos próximos ao evento que se pretende analisar. Tal performance é dada pela diferença entre o retorno esperado pelo modelo e o retorno observado no período sob análise.

Três modelos gerais, usados em estudos de evento, para a geração de retornos de controle, foram apresentados por **BROWN & WARNER (1980, 1985)** são eles:

#### **- a) Modelo de Retornos Ajustados a Média;**

Este modelo assume que  $E(R_i)$ , o retorno esperado (*ex ante*) de uma ação  $i$ , é igual a uma constante  $K_i$ . Esta constante assume valores diferentes

para cada ação de um portfólio de mercado, podendo ser o retorno da ação no mês  $t-1$ , ou a média aritmética de retornos passados da ação  $i$ . Assim, para um mês específico  $t$ , o retorno anormal de uma ação  $i$ ,  $e_{it}$ , é a diferença entre o retorno observado (*ex post*) da ação,  $R_{it}$ , e o retorno previsto  $K_{it}$ . Representando-se matematicamente:

$$e_{it} = R_{it} - K_{it}$$

### **- b) Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado;**

Este modelo assume que o retorno do mercado é a soma ponderada em relação ao volume financeiro negociado, dos retornos das ações que a compõem. Assim sendo, a relação entre o retorno esperado do mercado,  $E(R_m)$  e o retorno esperado da ação  $i$  (*ex ante*),  $E(R_i)$  é igual para todas as ações deste mercado, mas não necessariamente constante no tempo. Isto significa que  $E(R_{it}) = E(R_{mt}) = K_t$  para cada ação  $i$ . Neste contexto, o retorno anormal para a ação  $i$  no período  $t$ , é dado pela diferença entre o retorno observado desta ação e o retorno do mercado.

$$e_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

### **c) Modelos de Retorno Ajustados ao Risco e ao Mercado.**

Neste modelo, o pressupõe-se que os retornos esperados (*ex ante*) são gerados a partir de algum modelo de precificação de ativos de risco, como o

CAPM. **BLACK ( 1972)** cita o exemplo do modelo de precificação de ativos baseado no CAPM e propõe a seguinte equação, onde o retorno anormal da ação  $i$ ,  $AR_{it}$  é dado por:

$$AR_{it} = R_{it} - [R_{ft}(1 - \beta_{it}) + \beta_{it} \cdot R_{mt}]$$

onde,  $R_{it}$  é o retorno observado da ação  $i$  no período  $t$

$R_{mt}$  é a variação relativa de um índice representativo da carteira teórica de mercado.

$R_{ft}$  é a taxa de retorno do ativo sem risco

$$\beta_{it} = \text{cov}(R_{it}, R_{mt}) / \text{Var}(R_{mt})$$

No Brasil, **KLOECKNER (1995)**, utilizando procedimentos de simulação com taxas de retornos mensais de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, investigou se a escolha do método de estudo de eventos com ações brasileiras poderiam obter resultados diferentes se empregassem modelos alternativos para geração de retornos, tendo concluído que os resultados seriam indiferentes à escolha entre o Modelo de Mercado, Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado (mas não ao risco) e o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Objetivando manter comparabilidade com outros estudos semelhantes, será utilizado neste estudo o modelo de Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado, baseado no Modelo do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Como já foi mencionado, neste caso o retorno anormal da ação  $i$ ,  $ARit$  é dado por:

$$ARit = Rit - [Rft(1 - bit) + bit \cdot Rmt]$$

onde,  $Rit$  é o retorno observado da ação  $i$  no período  $t$

$Rmt$  é a variação relativa de um índice representativo da carteira teórica de mercado, aqui representado pelo IBOVESPA, a escolha do índice, deve-se ao fato de que a quantidade de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, bem como o volume de transações processadas diariamente fazem dela a maior do País (SANTOS, 1994).

$Rft$  é a taxa de retorno do ativo sem risco, no caso será utilizada o retorno de uma caderneta de poupança,

$$bit = cov(Rit, Rmt) / Var(Rmt)$$

## 6.2 Hipótese a ser testada

A hipótese a ser testada pretende investigar o comportamento dos preços das ações das empresas de capital aberto em função da decisão de divulgar ou não as demonstrações em moeda constante a partir de 1996.

**H0- A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante não influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I, II e III não apresentam diferenças entre si.**

ou formalmente:

$$H_0: ARit (\text{Grupo I}) = ARit (\text{Grupo II}) = ARit (\text{Grupo III})$$

Os retornos da ações das Companhias Abertas, independentemente da forma de divulgação ou pela omissão das demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996, tiveram o mesmo comportamento.

Neste caso, podem ser formuladas quatro hipóteses alternativas:

**H1: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I, II e III apresentam diferenças entre si, ou**

$$H_1: ARit (\text{Grupo I}) \neq ARit (\text{Grupo II}) \neq ARit (\text{Grupo III})$$

**H2: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I e II não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo III, ou**

$$H2 = (ARit (Grupo I) = ARit (Grupo II)) \neq ARit (Grupo III)$$

**H3: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I e III não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo II, ou**

$$H3 = (ARit (Grupo I) = ARit (Grupo III)) \neq ARit (Grupo II)$$

**H4: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos II e III não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo I, ou**

$$H4 = (ARit (Grupo II) = ARit (Grupo III)) \neq ARit (Grupo I)$$

Portanto a hipótese nula indicaria a inexistência de conteúdo informacional, pois corresponde a retorno extraordinário igual, com e sem informação. A rejeição da hipótese nula é que levaria a supor que o evento possa ter impacto significativo.

## **6.3 Constituição da Amostra**

Nesta seção é feita a descrição da base de dados amostrais utilizada para a realização deste trabalho.

### **6.3.1 - Critérios para seleção da amostra**

Dois aspectos foram considerados na seleção da amostra: uma quantidade significativa de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, de forma a tornar representativo os resultados do trabalho, para conclusões sobre o mercado, e que os três grupos de análise estejam representados: aqueles que divulgaram demonstrações em moeda constante de forma completa, aqueles que apresentaram apenas os efeitos da correção monetária de balanço em nota explicativa e aqueles que divulgaram somente as demonstrações contábeis pela legislação societária sem o reconhecimento dos efeitos inflacionários.

O período considerado para análise são os exercícios sociais de 1991 a 1996, desta forma existirão cinco exercícios sociais (1991 e 1995), com divulgação obrigatória de demonstrações contábeis em moeda constante, e o exercício 1996 em que é facultativo a divulgação das demonstrações em moeda constante.

Os exercícios sociais de 1991 a 1995 foram utilizados para determinar o parâmetro Beta, utilizado no modelo do *Capital Asset Pricing Model* e os

desvios padrões utilizados para padronização dos retornos anormais descritos na seção 6.2.2.

O exercício 1996, em que a divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante passou a ser facultativa, foi o período utilizado para determinar a influência na precificação nas ações associado a política de divulgação adotada.

Desta forma com base em levantamento efetuado em junho de 1997, no banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários, referente as demonstrações contábeis divulgadas em 1996, foi constatado que das 550 (quinhentas e cinquenta) empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, 170 (cento e setenta) delas não divulgaram informações em moeda constante; 160 (cento e sessenta) apresentaram apenas o efeito da correção monetária de balanço em nota explicativa, mas sem atender aos requisitos mínimos exigidos pela CVM e 220 (duzentas e vinte) empresas apresentaram demonstrações completas em moeda constante.

Com base nos dados foi constituída uma amostra que representa as empresas com ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo divididas em três grupos de análise:

**Grupo I** - Empresas que divulgaram demonstrações em moeda constante em sua forma completa, de acordo com o Parecer de Orientação CVM 29/96.



**Grupo II** - Empresas que divulgaram informações dos efeitos da correção monetária de balanço, apenas em nota explicativa, em desacordo com o Parecer de Orientação CVM 029/96

**Grupo III** - Empresas que divulgaram somente as demonstrações contábeis pela legislação societária, sem informar os efeitos inflacionários.

### **6.3.2 - Período de estudo e empresas componentes da amostra**

O objeto do estudo é centrado na divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante a partir de março de 1996, período em que a divulgação destas demonstrações foi tornada facultativa, assim procura-se medir o impacto na precificação das ações associado a forma e conteúdo destas demonstrações.

Conseqüentemente, a coleta de datas de entrega de demonstrações contábeis, trimestrais e anuais, bem como séries de lucratividades diárias em datas próximas às do evento se concentrou no período de 01.04.96 até 31.05.97.

Para estimativa de betas a serem usados nos cálculos dos retornos anormais em relação ao *capital asset pricing model* - CAPM, foram obtidas séries de lucratividade mensais no período de janeiro/91 a março/96.

Em estudo sobre o conteúdo informacional do valor patrimonial da ação, **SANVICENTE (1990)**, aplicando o método de Estudos de Eventos, utilizou séries de lucratividades diárias em datas próximas às do evento e estimou os betas, utilizados no cálculo dos retornos anormais, com base em séries de lucratividade mensais, no período de janeiro de 1986 a dezembro de 1988.

A partir do banco de dados Economatica foram selecionadas todas as ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período compreendido no estudo (janeiro/91 a maio/97). A seleção inicial resultou em 535 ações. Para as empresas com mais de uma classe de ações, foi selecionada a classe de maior liquidez. Foram excluídas da seleção às ações que não registraram negociações por mais de dois meses consecutivos.

A seleção inicial após as exclusões descritas resultaram em 174 (cento e setenta e quatro) empresas, após foram excluídas 22 (vinte e duas) empresas que não disponibilizaram as demonstrações contábeis. Diante disso, resultaram 152 (cento e cinquenta e duas) ações de 152 (cento e cinquenta e duas) empresas diferentes, que foram incluídas na amostra final objeto do estudo.

#### **6.4 - Definição dos elementos para determinação dos retornos anormais**

A seguir, serão descritos os critérios utilizados para determinação dos elementos que compõem o modelo de mensuração dos retornos anormais utilizados neste trabalho, definidos a partir das características do evento analisado e da base de dados amostrais

#### 6.4.1 - Dados Coletados

- **A)** Demonstrações contábeis do exercício social 1996 de todas as empresas analisadas, para classificá-las nos grupos de análise.
- **B)** Datas da divulgação destas demonstrações.
- **C)** Séries mensais de taxas de retorno de cada ação no período de janeiro de 1991 a março de 1996, para estimação de betas a serem usados no cálculo dos retornos extraordinários em relação ao *capital asset pricing model*, período no qual todas as empresas divulgaram as demonstrações em moeda constante, por força de exigências legais.
- **D)** Séries de taxas de retorno da ação, 19 (dezenove) pregões anteriores e 10 (dez) pregões posteriores à divulgação das demonstrações contábeis do exercício 1996. Sendo a primeira divulgação referente ao trimestre encerrado em março de 1996.

<b>FLUXOGRAMA DA COLETA DE DADOS</b>							
<b>DADOS</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>A</b>						<b>X</b>	<b>X</b>
<b>B</b>						<b>X</b>	<b>X</b>
<b>C</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	
<b>D</b>						<b>X</b>	<b>X</b>

#### 6.4.2 - Data do Evento

O sucesso do estudo de eventos está condicionado, segundo **BROWN & WARNER (1990)**, à capacidade de se identificar com precisão a data do evento. Deficiências na determinação das datas do evento a ser estudado, reduz significativamente o desempenho dos testes de anormalidade. Portanto, torna-se

importante ser cauteloso no processo de identificação da data do evento investigado, neste caso a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante a partir do trimestre encerrado em março/96.

No Brasil, as companhias abertas são obrigadas a apresentar demonstrações contábeis as seguintes instituições:

- Comissão de Valores Mobiliários;
- As Bolsas de Valores em que suas ações são negociadas;
- Ao público em geral, através de sua publicação em jornais de grande circulação.
- Em reuniões com analistas de valores mobiliários e entrevistas à imprensa ou noticiário sobre empresas nos órgãos especializados ou não.

Mas, como não há padrão reconhecido pelo mercado quanto ao primeiro momento em que uma empresa divulga suas demonstrações financeiras, no todo ou em parte (SANVICENTE, 1990), a opção foi definir o evento sob estudo como sendo a **entrega de demonstrações contábeis à Comissão de Valores Mobiliários**, em virtude de que este órgão estabelece os prazos e aplica sanções por atraso na entrega destas demonstrações, impondo ao mercado um cuidado especial no protocolo das informações.

A pesquisa e coleta de dados referente a data de entrega das demonstrações contábeis trimestrais e anuais na Comissão de Valores Mobiliários, foi efetuada com base no banco de dados da referida instituição.

A coleta de dados resultou na elaboração de uma lista de eventos compreendendo o período de abril/96 a maio/97, onde foram identificados para cada ação, o dia de protocolo das informações, resultando 4 (quatro) eventos por ação e 608 (seiscentos e oito) no total.

#### **6.4.3 - Fonte dos dados coletados**

Os dados foram obtidos junto às seguintes instituições e publicações:

**- Demonstrações contábeis anuais e trimestrais:**

Foram obtidas através de página na internet disponibilizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

**- Séries de lucratividades mensais e diárias dos ativos incluídos na amostra:**

Foram obtidas junto ao banco de dados Económica, vinculado ao núcleo de Finanças do PPGA/UFRGS.

**- Séries de taxas diárias de juros para representar o retorno de um ativo sem risco:**

Foram coletadas taxas mensais de aplicações em poupança, convertidas em seus equivalentes diários.

## 7. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A parte empírica do presente estudo foi desenvolvida em duas etapas. Na primeira, foram estimados e analisados os parâmetros a serem utilizados no modelo de mensuração do Retorno Esperado da Ação, neste caso, o modelo baseado no *Capital Asset Pricing Model - CAPM*. Na segunda etapa, foram mensuradas e analisadas as significâncias estatísticas dos retornos anormais das ações na ocorrência dos eventos divulgação das Demonstrações Contábeis trimestrais e anuais do ano de 1996 período no qual, passou a ser facultativa a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante.

Os resultados obtidos em cada uma das etapas são apresentados a seguir. Na seção 7.1 são demonstrados os critérios para cálculo do parâmetro Beta ( $\beta$ ). Na seção 7.2 são demonstrados os critérios utilizados para o cálculo dos retornos anormais das ações da amostra, e na seção 7.3 são determinadas a significância estatística dos retornos anormais e a comparação dos grupos definidos de acordo com a política de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante.

## 7.1 - Parâmetros Betas Estimados

Os coeficientes beta foram estimados com dados mensais deflacionados pelo Índice Geral de Preços (IGP-DI) da Fundação Getúlio Vargas, da mesma forma que **SANVICENTE (1990)**.

Os dados mensais se referem ao Índice Ibovespa e às séries de lucratividade das ações da amostra, no período de janeiro de 1991 a março de 1996, que além de deflacionados foram ajustados por informações relevantes de subscrições, bonificações e dividendos. O cálculo da lucratividade mensal de uma ação, leva em conta a variação da cotação de fechamento entre o último pregão de um determinado mês e o último pregão do mês subsequente.

Os betas foram estimados através da equação:

Covariância (Retorno Ação/Retorno Mercado)

Variância (Retorno do Mercado)

O retorno do mercado é representado no estudo, pela variação do índice Bovespa.

No **apêndice A**, são apresentados os Betas calculados para cada ação componente da amostra

## 7.2 Retornos diários anormais médios

Nesta seção são descritos os critérios para a determinação dos retornos anormais nos dias próximos aos eventos mencionados, divulgação das demonstrações contábeis trimestrais e anuais de 1996, e os procedimentos para possibilitar a realização dos testes estatísticos, descritos na seção 7.3.

Os testes estatísticos visam demonstrar a relevância dos retornos anormais e as diferenças entre os retornos anormais apresentados nos grupos, definidos de acordo com a política de divulgação das demonstrações contábeis em moeda corrente.

A partir dos valores estimados para os coeficientes beta de cada ação, das taxas diárias de aplicações em caderneta de poupança, das variações diárias do índice Ibovespa, sendo cada um destes itens deflacionados com base no índice IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas, foram calculados os retornos anormais diários para cada uma das ações da amostra.

Os retornos anormais consistem em diferenças entre as lucratividades diárias de cada ação (variação relativa entre os preços de fechamento de dois pregões consecutivos) e a lucratividade esperada segundo o modelo *Capital Asset Pricing Model - CAPM*.



Para fins de análise, foram concentradas às observações no período compreendido entre 19 (dezenove) pregões anteriores e 10 (dez) pregões posteriores após o evento, data de divulgação das demonstrações contábeis do ano de 1996 (trimestrais e anuais).

### **7.2.1 - Padronização dos retornos anormais**

A análise de significância através do teste-t de Student, aplicado na seção 7.3, pressupõe a padronização das variáveis. Desta forma, os retornos anormais para cada uma das ações que compõem a amostra, foram padronizados. Segundo **WONNACOTT & WONNACOTT (1977)**, a padronização de uma variável  $X$ , isto é a transformação em uma variável com média 0 (zero) e desvio padrão igual a 1 (um), é feita através da seguinte equação:

$$Z = \frac{X - m}{S}$$

Onde  $m$  e  $S$  são respectivamente, a média e o desvio padrão das observações da variável.

Assumindo que o valor esperado, ou a média, da série de retornos anormais da ação é 0 (inexistência de anormalidade por ocasião da divulgação de demonstrações contábeis), a padronização dos retornos anormais diários, restringiu-se à divisão pelo desvio padrão da correspondente série de retornos reais da ação, no mesmo período de estimação dos betas, ou seja janeiro de 1991 a março de 1996.

Os desvios padrões calculados com bases mensais foram transformados em fatores diários pela fórmula:

$$\frac{S(BaseMensal)}{\sqrt{N}}$$

Sendo  $N$  o número de pregões existentes em média por mês. (vinte e um pregões).

A seguir, os retornos anormais de todas as ações, em cada uma das datas, foram somados e divididos pelo número de observações naquela data, efetivamente montando-se três carteiras de retornos anormais, com pesos iguais, de acordo com a política de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante.

### **7.3 Significâncias dos retornos anormais no evento divulgação de demonstrações contábeis, trimestrais e anuais, do ano de 1996**

Nesta seção são apresentados os resultados obtidos com a análise de significância dos retornos anormais das ações. Inicialmente, são tratados alguns aspectos relacionados ao Teste  $t$  de significância estatística; na seção 7.3.2 são analisados os retornos anormais próximos ao evento.

No **apêndice B**, são apresentadas as médias dos retornos anormais diários, correspondente a 19 (dezenove) pregões anteriores e 10 (dez) pregões posteriores ao evento divulgação de demonstrações contábeis trimestrais e anuais do ano de 1996, demonstrados para cada grupo definido de acordo com a política de divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante.

### **7.3.1 - A significância estatística dos retornos anormais: teste t**

O objetivo do teste de significância aplicado sobre os resultados do estudo de evento é analisar, estatisticamente, o quanto os retornos anormais mensurados na data do evento são diferentes de zero.

O teste t é o mais frequentemente usado na análise de significância das anormalidades em estudos de evento. Está baseado na distribuição t de Student, que é simétrica, com média igual a zero e completamente caracterizada quando seu grau de liberdade é conhecido. Por exemplo, quando uma variável com distribuição normal é padronizada, o resultado é uma distribuição normal com média zero e desvio padrão igual a 1 (um).

A distribuição t de Student de uma variável, é resultante da padronização de seus valores amostrais. Como a variância populacional não é conhecida, utiliza-se o desvio padrão das observações da variável como estimador da variância da população. Quanto maior o tamanho da amostra, maior é a semelhança da distribuição t com uma distribuição normal. Desta forma, o valor

de  $t$  para o retorno anormal,  $RA_{it}$  de uma determinada ação é calculado pela seguinte equação:

$$t = \frac{RA_{it} - \overline{RA_i}}{\frac{S}{\sqrt{n}}}$$

onde:

$\overline{RA_i}$  é a média amostral da série dos retornos anormais da ação  $i$ ,

$S$  é o desvio padrão dos retornos reais da ação  $i$

$n$  é o número de observações da amostra.

A soma de variáveis randômicas independentes e padronizadas, que é o caso dos retornos anormais padronizados, possui distribuição normal com média zero e variância igual ao número de variáveis na amostra, a significância dos retornos anormais para a janela do evento, foi determinada pela seguinte equação:

$$t = \frac{\overline{RA_i}}{\frac{S}{\sqrt{n}}}$$

onde  $\overline{RA_i}$  é a média dos retornos anormais da amostra

$S$  é o desvio padrão dos retornos anormais da amostra

$n$  é o número de observações da amostra

Em Estudos de Eventos, considera-se que o retorno de uma ação é independente do retorno proveniente de outra ação ( estes estudos consideram o evento e não os dias do calendário como referência), entretanto, para cada ação, a data do evento pode ocorrer no mesmo período ou em períodos diferentes. Desta maneira fatores como novas regulamentações governamentais afetam o preço das ações em torno da data da divulgação, simultaneamente em indústrias específicas. O número de ações, em uma amostra considerada, com comportamentos independentes é por esta razão reduzida.

No cálculo do retorno anormal de ações com uma única data de evento, nas quais os preços das ações são afetados por fatores exógenos, o teste de significância estatística perde parte de sua precisão. Mais precisamente, a probabilidade de ocorrer erros do Tipo I e Tipo II pode ser aumentada. Por exemplo, erros do Tipo I podem ocorrer quando o evento em estudo não causa efeito no preço das ações. A hipótese nula pode ser rejeitada quando este fato for verdadeiro. Contrariamente, o evento estudado pode causar reações contrárias no preço das ações anulando o efeito do fator externo, neste caso a hipótese nula do retorno anormal será aceita quando na realidade deveria ser rejeitada (erro do tipo II).

A seção 7.3.1.1 demonstra o teste estatístico ajustado para dependência dos retornos anormais.

### 7.3.1.1 Teste estatístico ajustado para dependência dos retornos anormais

Este método foi aplicado por **BRADLEY, DESAI e KIM (1983)** e **FRANKS e HARRIS (1989)** na avaliação da significância estatística dos retornos anormais em processos de compra de empresas. Este método assume que há dependência *cross-sectional* entre os retornos anormais (por exemplo, por causa dos efeitos específicos de uma indústria, os quais não são completamente refletidos por um índice de mercado) e ajustados no desvio padrão dos retornos anormais da carteira durante o período considerado na análise. Por esta razão o desvio padrão é calculado conforme a fórmula:

$$S_{pe,ca} = \sqrt{\frac{1}{t_e - 1} \sum_{t=e_0}^{e_f} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} - \left( \frac{1}{t_e} \sum_{t=e_0}^{e_f} \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \right) \right)^2}$$

Onde:  $AR_{it}$  é a média dos retornos anormais da ação  $i$  no período  $t$

$N$  é o número de observações da amostra

$t_e$  é o número de meses do período de estimação (63 meses)

$e_0$  e  $e_f$  é o mês de início e final do período de estimação

A significância estatística da média dos retornos anormais durante o período  $t$  é calculada conforme a fórmula:

$$t - value = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}}{S_{pe,ca}}$$

Onde:  $S_{pe,ca}$  é o desvio padrão da série de retornos anormais

$AR_{it}$  é a média dos retornos anormais da ação  $i$  no período  $t$

$N$  é o número de observações da amostra

A significância do total das médias dos retornos anormais no período F através de L é calculado conforme a fórmula:

$$t - value = \frac{\sum_{t=F}^L \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}}{s_{pe,ca} \sqrt{K}}$$

Onde: K é o período no qual é feita a medição dos retornos anormais (30 pregões)

### **7.3.2 Análise da significância estatística dos retornos anormais padronizados**

Os retornos anormais correspondentes a 19 (dezenove) pregões anteriores e 10 (dez) pregões posteriores aos eventos, divulgação das demonstrações contábeis anuais e trimestrais do ano de 1996, foram analisados individualmente. Inicialmente foi verificada a significância estatística dos retornos anormais da carteira formada com base na soma dos retornos anormais divididos pelo número de observações na data. Em uma segunda etapa foram comparadas a significância estatística entre as diferentes carteiras formadas em cada evento e a formação de uma carteira teórica constituída pela média dos quatro eventos apresentados em 1996 (três demonstrações trimestrais e uma informação anual).

**7.3.2.1 Retornos anormais no evento divulgação de demonstrações contábeis do primeiro trimestre de 1996**

Na tabela a seguir são apresentados os resultados dos retornos anormais médios padronizados, correspondentes ao evento: divulgação das demonstrações contábeis do primeiro trimestre de 1996, calculados para a janela do evento ( 19 pregões anteriores e 10 pregões posteriores) através da soma dos retornos anormais divididos pelo número de observações na data e analisados em grupos de acordo com a política de divulgação das demonstrações contábeis em moeda constante.

<b>QUADRO 7.1</b>				
<b>RETORNOS ANORMAIS EM TORNO DA DATA DO EVENTO: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 1996</b>				
	<b>TODA A AMOSTRA</b>	<b>GRUPO I</b>	<b>GRUPO II</b>	<b>GRUPO III</b>
Observações	30	30	30	30
Média diária dos retornos anormais	0,0281	-0,0108	0,0889	0,0581
Desvio Padrão	0.078	0.081	0,198	0,222
T	1,96	0,73	2,45	1,43
Nível Significância	5%	-	2,5%	10%



Os resultados demonstram que as empresas do Grupo I (divulgação completa das demonstrações em moeda constante) apresentaram retornos anormais com baixa significância estatística, apresentando desta forma retornos reais bastante próximos ao modelo do *Capital Asset Pricing Model - CAPM*.

As empresas dos grupos II e III, com divulgação parcial de demonstrações contábeis em moeda constante e que omitiram estas informações respectivamente, apresentaram retornos anormais significativos ( 2,5% e 10%), demonstrando que os preços das ações tiveram um comportamento significativamente diferente dos retornos esperados gerados pelo modelo.

Para análise da significância e comparação entre os grupos foi utilizado o teste t compartilhado, que assume que as observações das duas variáveis não são independentes, ou seja, são originárias de uma mesma população. Conforme **WONNACOTT & WONNACOTT (1977)** o seu objetivo é investigar o quanto é significativamente diferente de zero a diferença entre a média destas amostras.

O quadro a seguir demonstra os resultados do teste t compartilhado, para a comparação entre os grupos de acordo com as políticas de divulgação apresentadas.

<b>QUADRO 7.2</b>				
<b>TESTE T DE DIFERENÇA COMPARTILHADA ENTRE AS MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS DAS EMPRESAS EM TORNO DO EVENTO: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 1996.</b>				
<b>Comparação dos Grupos</b>	<b>Média da Diferença</b>	<b>Desvio Padrão da Diferença</b>	<b>t</b>	<b>Significância ao nível</b>
Grupos I e II	-0,0997	0,037	-2,67	1%
Grupos I e III	-0,0689	0,046	-1,49	10%
Grupos II e III	0,0309	0,056	0,55	-

Os resultados demonstram que as diferenças entre os retornos anormais são significativamente diferentes de zero comparando-se as empresas do Grupo I (demonstrações completas) com as empresas do Grupos II (demonstrações incompletas) e do Grupo III (omissão das demonstrações em moeda constante), com significâncias de 1% e 10% respectivamente.

A diferença dos retornos anormais dos preços das ações apresentadas nas empresas do Grupo II e do Grupo III não revelam diferenças estatisticamente significantes, demonstrando que a diferença das médias dos retornos anormais não são significativamente diferentes de zero.

### 7.3.2.2 Retornos anormais nos eventos divulgação de demonstrações contábeis do segundo e terceiro trimestres e anuais de 1996

Da mesma forma da seção 7.3.2.1 são apresentados nas tabelas a seguir os resultados dos retornos anormais médios padronizados, para cada um dos eventos e para cada grupo de empresas definido de acordo com a política de divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante.

<b>QUADRO 7.3</b>				
<b>RETORNOS ANORMAIS EM TORNO DA DATA DO EVENTO: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO SEGUNDO TRIMESTRE DE 1996</b>				

	<b>TODA A AMOSTRA</b>	<b>GRUPO I</b>	<b>GRUPO II</b>	<b>GRUPO III</b>
Observações	30	30	30	30
Média diária dos retornos anormais	0,0068	-0,0119	0,0277	0,0623
Desvio Padrão	0.079	0.101	0,104	0,198
t	0,47	0,64	1,45	1,72
Nível Significância	-	-	10%	5%

**QUADRO 7.4**

**RETORNOS ANORMAIS EM TORNO DA DATA DO EVENTO:  
DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS  
DO TERCEIRO TRIMESTRE DE 1996**

	<b>TODA A AMOSTRA</b>	<b>GRUPO I</b>	<b>GRUPO II</b>	<b>GRUPO III</b>
Observações	30	30	30	30
Média diária dos retornos anormais	0,0196	-0,0059	0,0782	0,0383
Desvio Padrão	0.0793	0.090	0,191	0,159
t	1,35	0,35	2,24	1,31
Nível Significância	10%	-	2,5%	10%

**QUADRO 7.5**

**RETORNOS ANORMAIS EM TORNO DA DATA DO EVENTO:  
DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS  
ANUAIS DE 1996**

	<b>TODA A AMOSTRA</b>	<b>GRUPO I</b>	<b>GRUPO II</b>	<b>GRUPO III</b>
Observações	30	30	30	30
Média diária dos retornos anormais	0,0193	-0,0054	0,0720	0,0678
Desvio Padrão	0.074	0.094	0,159	0,151
t	1,43	0,31	2,48	2,45
Nível Significância	10%	-	1%	1%

Os resultados apresentados confirmam a análise do primeiro trimestre de 1996, de que os retornos das ações das empresas do Grupo I (demonstrações completas) apresentam valores muito próximos ao modelo do CAPM, por sua vez os retornos apresentados nas ações das empresas que compõem os Grupos II e III, apresentam retornos anormais significativamente diferentes ao modelo do CAPM.

**7.3.2.3 Comparação das médias dos retornos anormais padronizados, para os grupos de empresas e para os eventos: divulgação das demonstrações contábeis do segundo e terceiro trimestres e anuais de 1996:**

Da mesma forma da seção 7.3.2.1 são apresentados nas tabelas a seguir os resultados dos testes t de diferença entre as médias dos retornos anormais diários padronizados, para cada grupo de empresas definido de acordo com a política de divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante.

**QUADRO 7.6**  
**TESTE T DE DIFERENÇA COMPARTILHADA ENTRE AS MÉDIAS DOS**  
**RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS DAS EMPRESAS**  
**EM TORNO DO EVENTO: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES**  
**CONTÁBEIS DO SEGUNDO TRIMESTRE DE 1996.**

<b>Comparação dos Grupos</b>	<b>Média da Diferença</b>	<b>Desvio Padrão da Diferença</b>	<b>t</b>	<b>Significância ao nível</b>
Grupos I e II	-0,0396	0,024	1,63	10%
Grupos I e III	-0,0742	0,039	1,90	5%
Grupos II e III	-0.0346	0,036	0,97	-

**QUADRO 7.7**

**TESTE T DE DIFERENÇA COMPARTILHADA ENTRE AS MÉDIAS DOS  
RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS DAS EMPRESAS  
EM TORNO DO EVENTO: DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES  
CONTÁBEIS DO TERCEIRO TRIMESTRE DE 1996.**

<b>Comparação dos Grupos</b>	<b>Média da Diferença</b>	<b>Desvio Padrão da Diferença</b>	<b>t</b>	<b>Significância ao nível</b>
Grupos I e II	-0,0841	0,042	-2,00	5%
Grupos I e III	-0,0442	0,037	-1,20	-
Grupos II e III	0,0399	0,040	0,99	-

~

**QUADRO 7.8**

**TESTE T DE DIFERENÇA COMPARTILHADA ENTRE AS MÉDIAS DOS  
RETORNOS ANORMAIS DIÁRIOS DAS EMPRESAS**

**EM TORNO DO EVENTO:**

**DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS ANUAIS DE 1996.**

<b>Comparação dos Grupos</b>	<b>Média da Diferença</b>	<b>Desvio Padrão da Diferença</b>	<b>t</b>	<b>Significância ao nível</b>
Grupos I e II	-0,0775	0,035	-2,20	2,5%
Grupos I e III	-0,0732	0,031	-2,33	2,5%
Grupos II e III	0,0042	0,040	0,11	-

Os resultados apresentados, da mesma forma de que na seção 7.3.2.1, reforçam a tendência das diferenças entre os retornos anormais das empresas do Grupo I (demonstrações completas), comparadas com as empresas dos Grupos II e III (demonstrações parciais e omissão das demonstrações em moeda constante) e a baixa significância estatística entre as diferenças dos retornos das empresas dos Grupos II e III.

Os retornos anormais verificados nos preços das ações das empresas do Grupo I, nos quatro trimestres analisados foram negativos. Por sua vez nas empresas dos grupos II e III, os retornos anormais foram positivos e suas médias não são significativamente diferentes.



Os retornos anormais negativos, apresentados nos quatro trimestres de 1996, nas ações das empresas do Grupo I sugerem, que a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante apresenta impacto negativo sobre os preços das ações, por tornar mais evidentes as perdas operacionais das empresas, que não são evidenciadas nas empresas que omitiram ou divulgaram de forma incompleta suas demonstrações em moeda constante.

Por sua vez a diferença com baixa significância estatística, dos retornos anormais das empresas dos Grupos II e III, sugerem que a divulgação de algumas informações, mas sem a abrangência definida no Parecer de Orientação CVM 29/96 e a completa omissão destas informações são consideradas pelo mercado de forma similar no processo de precificação das ações.

### **7.3.3 - Retornos anormais padronizados médios do ano de 1996:**

Com o objetivo de demonstrar o comportamento do mercado no processo de precificação das ações das empresas analisadas, foi calculada a média dos retornos anormais dos quatro trimestres de 1996, cujos resultados são apresentados nas tabelas a seguir:

**QUADRO 7.9**

**RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS PADRONIZADOS  
DO ANO DE 1996**

	<b>TODA A AMOSTRA</b>	<b>GRUPO I</b>	<b>GRUPO II</b>	<b>GRUPO III</b>
Observações	30	30	30	30
Média	0,0185	-0,0085	0,0667	0,0566
Desvio Padrão	0,042	0,049	0,072	0,079
t	2,41	0,96	5,10	3,90
Nível Significância	2,5%	-	1%	1%

''

**QUADRO 7.10**

**TESTE T DE DIFERENÇA COMPARTILHADA ENTRE AS MÉDIAS DOS  
RETORNOS ANORMAIS MÉDIOS DAS AÇÕES NO ANO DE 1996**

<b>Comparação dos Grupos</b>	<b>Média da Diferença</b>	<b>Desvio Padrão da Diferença</b>	<b>t</b>	<b>Significância ao nível</b>
Grupos I e II	-0,0752	0,014	5,51	1%
Grupos I e III	-0,0651	0,017	3,75	1%
Grupos II e III	0.0101	0,020	0,49	-

A análise das tabelas confirma os resultados apresentados nas seções 7.3.2, onde os retornos anormais das ações das empresas do Grupo I não são significativamente diferentes de zero. De outra forma, as ações das empresas dos Grupos II e III, registraram retornos anormais diferentes de zero ao nível de significância de 1%.

A diferença entre os retornos anormais dos grupos também confirmam os resultados da seção 7.3.2, onde a diferença apresentada entre o Grupo I em relação aos grupos II e III são significativas ao nível de 1% e a diferença entre os grupos II e III permanece com baixa significância estatística.

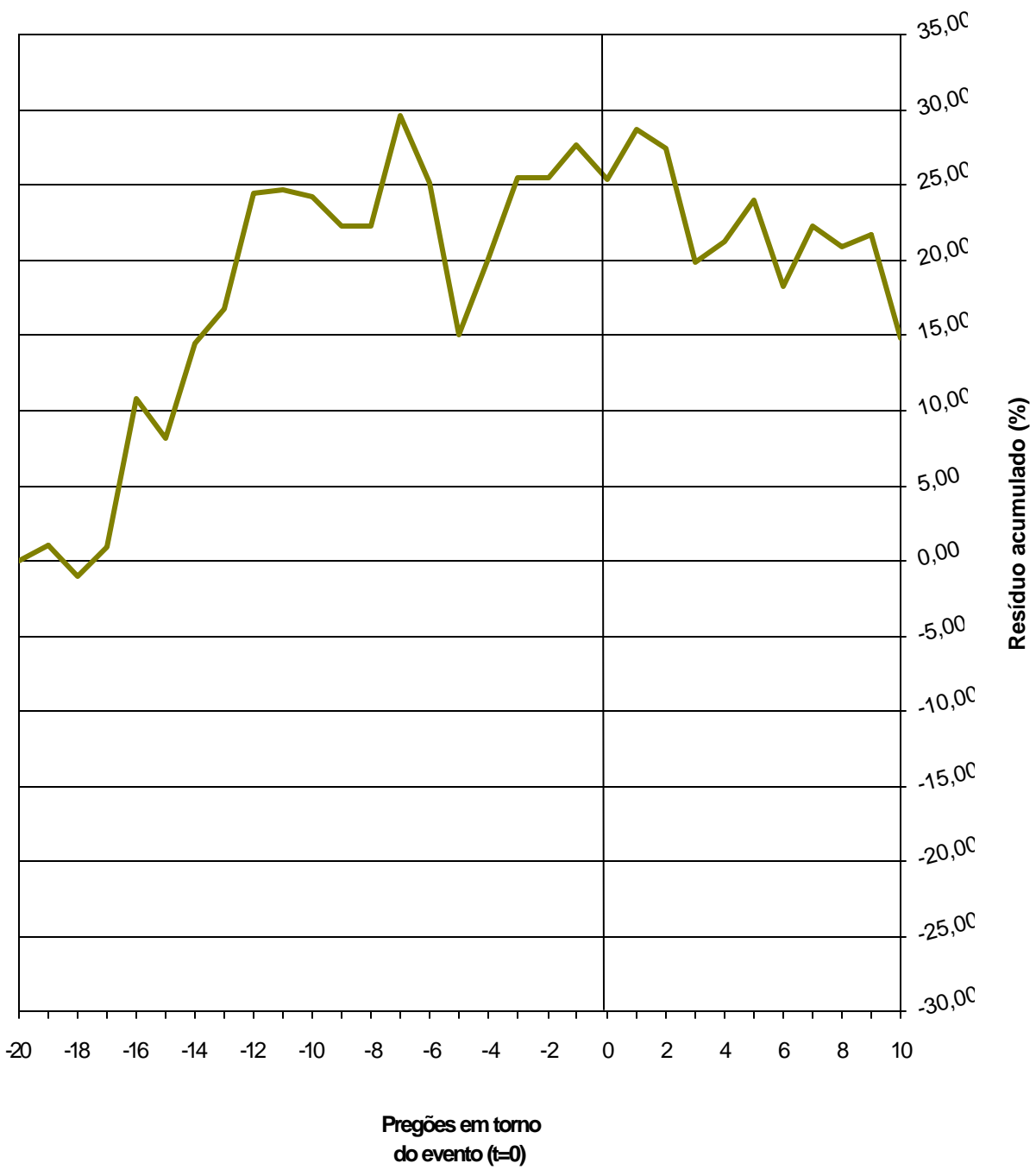
Os resultados evidenciam que em todos os trimestres do ano de 1996, o retorno anormal é significativo para as empresas que não divulgaram ou divulgaram parcialmente suas demonstrações contábeis em moeda constante, com níveis de significância que variam de 1% até 10%. Por outro lado as empresas que divulgaram suas demonstrações contábeis em sua forma completa, com o atendimento ao parecer de orientação CVM 29/96, não apresentaram retornos anormais significativos em nenhum dos trimestres de 1996.

A comparação dos retornos anormais para cada um dos três grupos demonstra que para os trimestres de 1996 existe diferença estatística significativa (1% a 10%) entre os retornos anormais das empresas do grupo I (divulgação completa de demonstrações contábeis em moeda constante) comparadas com as empresas dos Grupos II e III (divulgação parcial e omissão das demonstrações contábeis em moeda constante respectivamente). A exceção é o terceiro trimestre de 1996, onde a comparação dos retornos anormais das empresas do Grupo I e III não apresenta significância estatística.

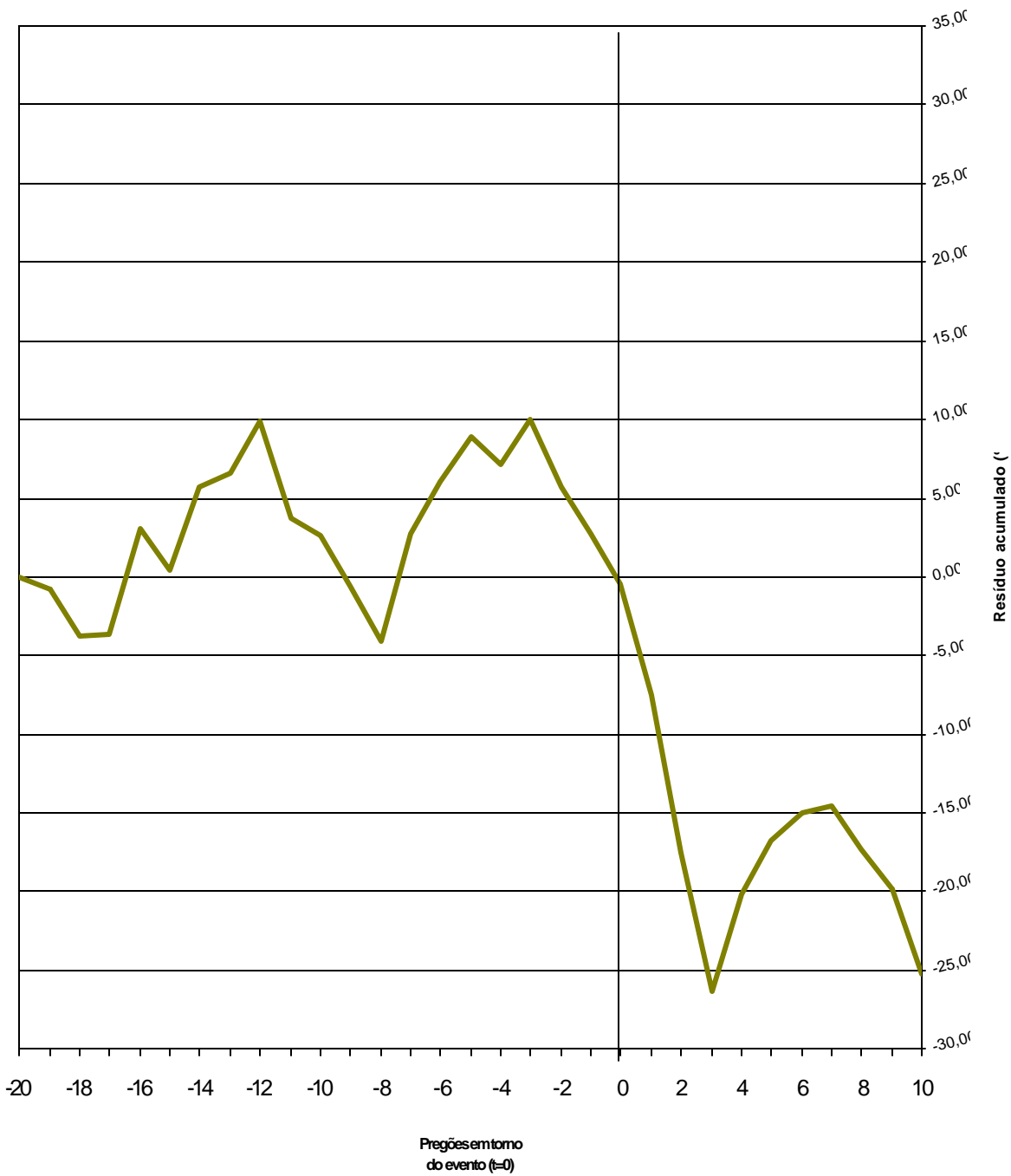
Com relação as empresas dos Grupos II e III não existe diferença com significância estatística entre os retornos anormais apresentados em nenhum dos trimestres de 1996.

As figuras 1 a 4 apresentam uma visão gráfica dos retornos anormais médios do ano de 1996, acumulados a partir de vinte pregões anteriores e dez pregões posteriores ao evento.

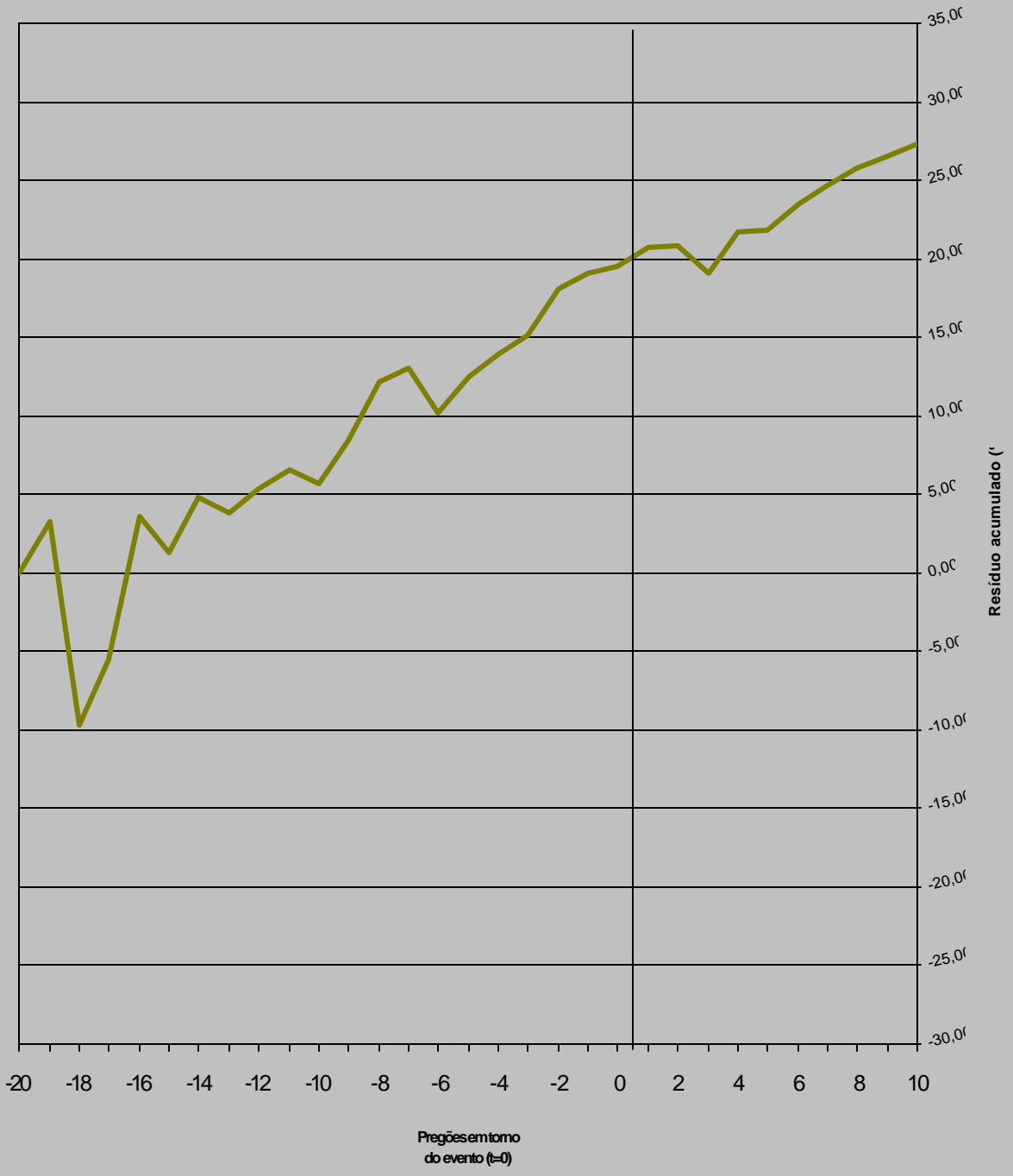
**Figura 1: Retornos anormais médios, acumulados, do ano de 1996, para toda a amostra.**



**Figura 2: Retornos anormais médios, acumulados, do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo I:-  
Divulgação completa das demonstrações contábeis em moeda constante de acordo com o Parecer de Orientação CVM 29/96.**



**Figura 3: Retornos anormais médios, acumulados, do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo II:  
Divulgação apenas dos efeitos da correção monetária de balanço sem o atendimento do Parecer de Orientação CVM 29/96**



**Figura 4: Retornos anormais médios, acumulados, do ano de 1996, para a carteira de empresas do Grupo III:  
Com divulgação apenas das demonstrações contábeis pela legislação societária,  
sem informar os efeitos inflacionários**





A figura 1 demonstra uma queda no valor da carteira formada por todas as empresas componentes da amostra, principalmente a contar de dois pregões posteriores ao evento.

A figura 2, que representa a carteira de empresas com divulgação completa das demonstrações em moeda constante, apresenta uma queda no seu valor a partir de quatro pregões anteriores ao evento, sugerindo antecipação de informações e após o evento registra-se uma queda substancial até dois pregões após o evento.

As figuras 3 e 4 , que representam respectivamente às carteiras de empresas que divulgaram apenas em nota explicativa os efeitos da correção monetária de balanço e que apresentaram apenas às demonstrações contábeis pela legislação societária sem considerar os efeitos inflacionários, não tiveram redução no seu valor em pregões imediatamente anteriores ou posteriores ao evento, registrando inclusive valorizações na janela formada para análise (20 pregões anteriores e 10 pregões posteriores ao evento).

A visualização gráfica reforça a análise efetuada de que as empresas do grupo I apresentaram redução de valor em suas ações ao contrário das empresas dos Grupos II e III.

Portanto os resultados obtidos levam a rejeição da hipótese nula,  $H_0$ , de que a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante não produz efeito sobre o preço das ações.

A hipótese alternativa H4 de que os retornos anormais das ações, em janelas próximas aos eventos divulgação de demonstrações contábeis trimestrais e anuais de 1996, das empresas dos Grupos II e III (divulgação parcial e omissão de demonstrações contábeis em moeda contante) são iguais e por sua vez diferentes dos retornos anormais das ações das empresas do Grupo I (divulgação completa de demonstrações contábeis em moeda constante) é a hipótese aceita, com base nas evidências empíricas do trabalho apresentado.

No próximo capítulo, serão efetuadas as considerações finais do trabalho, bem como as implicações empíricas dos resultados obtidos com o estudo de eventos aplicado no mercado brasileiro de capitais.

## CONCLUSÕES

A investigação conduzida neste trabalho com a utilização do método de estudos de eventos, baseado no modelo do CAPM - *Capital Asset Pricing Model*, procurou demonstrar a influência da divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante no mercado brasileiro de ações, que a partir de 1996 passaram a ter sua divulgação facultativa, nos termos da Instrução CVM 248/96.

Para determinar esta influência foi testada a hipótese nula:

H0- A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante não influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I, II e III não apresentam diferenças entre si.

**H0: ARit (Grupo I) = ARit (Grupo II) = ARit (Grupo III)**

Neste caso foram formuladas quatro hipóteses alternativas:

H1: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I, II e III apresentam diferenças entre si, ou

$$\mathbf{H1: ARit (Grupo I) \neq ARit (Grupo II) \neq ARit (Grupo III)}$$

H2: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I e II não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo III, ou

$$\mathbf{H2 = (ARit (Grupo I) = ARit (Grupo II)) \neq ARit (Grupo III)}$$

H3: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos I e III não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo II, ou

$$\mathbf{H3 = (ARit (Grupo I) = ARit (Grupo III)) \neq ARit (Grupo II)}$$

H4: A divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante influencia o preço das ações, onde os retornos anormais das ações das empresas dos Grupos II e III não apresentam diferenças, mas são diferentes dos retornos anormais das empresas do Grupo I, ou

$$H4 = (ARit (Grupo II) = ARit (Grupo III)) \neq ARit (Grupo I)$$

Para o teste destas hipóteses, as ações componentes da amostra foram divididas em três grupos com base na política de divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante: Grupo I: divulgação completa com o atendimento do Parecer de Orientação CVM 248/96; Grupo II: divulgação parcial sem o atendimento ao Parecer de Orientação CVM 248/96; Grupo III com omissão das demonstrações contábeis em moeda constante.

Para cada grupo foi efetuado a mensuração dos retornos anormais padronizados das ações, em janela formada por dezenove pregões anteriores e dez pregões posteriores à data dos eventos analisados (demonstrações contábeis trimestrais e anuais divulgadas referente ao ano de 1996) e a determinação de sua significância estatística. Após foi efetuada a comparação dos retornos anormais entre os grupos com a utilização do teste-t de diferença entre médias. Os resultados empíricos demonstram que:

- a) Os retornos anormais são significativamente diferentes de zero (níveis que variam de 1% a 10%), para todos os trimestres de 1996, para as empresas dos Grupos II e III (divulgação parcial e omissão

de demonstrações contábeis em moeda constante respectivamente), com relação as empresas do Grupo I (divulgação completa das demonstrações contábeis em moeda constante) os retornos anormais em nenhum trimestre são significativamente diferentes de zero.

- b) Os retornos anormais verificados nos preços das ações das empresas do grupo I, nos quatro trimestres foram negativos, apesar de registrarem valores que não são estatisticamente diferentes de zero de forma significativa. As empresas dos grupos II e III apresentaram retornos anormais positivos com significância estatística (1% a 10%). Estes resultados sugerem que a divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante apresenta impacto negativo sobre o preço das ações, por tornar mais evidentes as perdas operacionais das empresas, que não são completamente evidenciadas nas empresas que omitiram ou divulgaram parcialmente suas demonstrações contábeis em moeda constante, salienta-se que, a longo prazo, o risco associado às empresas com maior divulgação informações é menor.
- c) A comparação dos retornos anormais das ações entre os grupos definidos de acordo com a política de divulgação de demonstrações contábeis em moeda constante revelaram que, para todos os trimestres de 1996, com exceção do terceiro trimestre, onde a comparação dos retornos anormais das ações das empresas do Grupo I e III não apresentaram significância estatística, todos os demais eventos apresentam diferenças significativas (níveis de 1% a 10%) entre os retornos anormais das ações das empresas do Grupo I comparadas com as empresas dos Grupos II e III. Por sua vez os retornos

anormais das empresas dos Grupos II e III não são significativamente diferentes em nenhum trimestre de 1996.

Com base nos resultados, decidiu-se rejeitar a hipótese nula do trabalho ( $H_0$ ), pois os retornos anormais mensurados para cada trimestre de 1996, com exceção do terceiro trimestre de 1996 entre as ações das empresas do Grupo I e III que não apresentaram significância estatística, em todos os demais eventos, a comparação dos grupos demonstra diferenças significativas a níveis de 1% a 10%.

A rejeição da hipótese nula é reforçada pela análise dos retornos anormais médios anuais (quadro 7.10), onde é demonstrado diferenças entre os retornos anormais das ações das empresas do Grupo I e II, e do Grupo I e III, com nível de significância de 1%, por sua vez a comparação dos retornos anormais das ações das empresas dos Grupos II e III não possuem significância estatística.

Os resultados empíricos remetem à aceitação da hipótese alternativa ( $H_4$ ), de que a comparação dos retornos anormais das ações das empresas que divulgam parcialmente as demonstrações contábeis em moeda constante (Grupo II) e as empresas que omitiram estas demonstrações (Grupo III) não apresentaram diferenças significativas, e por sua vez são diferentes dos retornos anormais das ações das empresas que divulgam de forma completa (Grupo I), ou mais formalmente:

$$H 4 = ( ARit (\text{grupo II}) = ARit (\text{grupo III}) ) \neq ARit (\text{grupo I})$$

Com a verificação de que as demonstrações contábeis em moeda constante divulgadas pelas empresas de capital aberto geram efeitos significativos sobre o preço das ações, outras três questões podem direcionar a continuidade dos estudos.

- (a) **investigar se a influência no preço das ações em função da divulgação de demonstrações contábeis a partir de 1997, leva as mesmas conclusões deste estudo, realizado com base nas demonstrações contábeis divulgadas em 1996.**
- (b) **investigar se a influência no preço das ações coincide com os resultados financeiros e econômicos da empresa, divulgados através das demonstrações contábeis.**
- (c) **medir a eficiência de outros modelos para mensurar o retorno esperado da ação.**

Finalmente, a partir da revisão da literatura financeira a respeito das evidências empíricas decorrentes de estudos de eventos, constatou-se que as discussões mais recentes recaem sobre a eficiência dos modelos utilizados para mensurar o retorno esperado da ação. No Brasil, entretanto, face ao número reduzido de estudos desta natureza, ainda é importante dimensionar os efeitos de determinados eventos sobre o processo de precificação das ações, a fim de melhor compreender o funcionamento do mercado de capitais brasileiro.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BILAS**, Richard A. Teoria Microeconômica, 8. edição Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1980.
- BLACK**, Market equilib Fisher. Capital rum with restricted borrowing. Journal of Business v.45 n.3 Jul 1972
- BRADLEY**, Michael, Anand **DESAI**, and E. Han **KIM**. 1983. The rationale behind interfirm tender offers: Information or sinergy? Journal of Financial Economics 11 (April): 183-206
- BREALEY**, Richard A & **MYERS** , Stewart C, Principio de Finanças Empresariais Lisboa, Mac Graw-Hill de Portugal, 1992
- BRIGHAM**, E F; Financial Management; Theory and Practice. 3a ed Tokio, Holt-Saunders Internacional Editions, 1982 p.216
- BROMWICH**, Michael. Financial Reporting, Information and Capital Markets,London, Pitman Publhishing, 1992
- BROWN**, SJ & **WARNER** J.B : Measuring Security price performance. Journal of Financial Economics. V.8 n.3 sept 1980.
- COPELAND**, Thomas E. & **WESTON**, J Freda. Financial Theory and Corporate Policy. Addison- Wesley Publishing Company, 3. edição, 1988. p.945
- CREADY**, W . M. Information Value and Investor Wealth; The Case of Earnings Annoucements. Journal of Accounting Research v. 16 (Spring) p 1-27. 1988

- FALDINI, Roberto** "Correção Integral e Transparência, Informativo da Associação Brasileira de Companhias Abertas, p.2 - julho, 1996
- FAMA, Eugene F.** Efficient Capital Markets; A review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance. V.25, n2, p 383-417, may, 1970
- FAMA, Eugene F.** Foundations of Finance, Basic Books, Inc, Publishers, New York, 1976.
- FAMA, Eugene F.** Efficient Capital Markets II - The Journal of Finance v.46 n.5 december, 1991.
- FOSTER, T.W, D.R. JENKINS, and D.W. VICKERY,** The Incremental Information Content of the Annual Report. Accounting and Business Research v 16 (Spring) p. 91-98, 1986
- FRANKS, Julian R., and Robert S. HARRIS,** 1989. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-85. Journal of Financial Economics 23 (August): 225-49
- GUAGLIARDI, José Rafael.** A evidenciação de informações em companhias abertas- um estudo exploratório. São Paulo, 1987 Tese apresentada FEA/USP)
- HELWEGE, Jean & Liang, Nellie,** Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel Of IPO Firms. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington DC, 1994
- HOLTHAUSEN, R & VERRECCHIA. R** The Effect of Informdness and Consensus on Price and Volume Behavior. The Accounting Review v.65 n.1 p 191-208 January, 1990.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de.** Teoria da Contabilidade, São Paulo, Editora Atlas, 1987

- IUDÍCIBUS**, Sérgio de. Contabilidade Gerencial, São Paulo, Editora Atlas, 1993
- KLOECKNER**, Gilberto de Oliveira, Estudos de Evento: análise de um Método. Anais da 19o ENAMPAD - 1995 P 261-270, 1995
- LEAL**, Ricardo. Retornos Anormais e Sinalização nas Aberturas de Capital. Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, v 14, d. 40, p 33-48, 1988/89.
- LEAL**, Ricardo & **AMARAL** S. Um Momento para o Insider Trading. O Período Anterior ao Anúncio de uma Emissão Pública de Ações. Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro- 1990 v.15 n.41 p 21-26
- LEAL**, Ricardo, Por que há Retornos Anormais nas Aberturas de Capital ? Revista de Administração, São Paulo. V.26 pp 107-112, 1991
- LEAL**. Ricardo, Retornos Anormais e Sinalização nas Aberturas de Capital. Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, 1994. V.15 n.41 p 21-26
- LEITE**, Hélio & **SANVICENTE**, Antônio Z Valor Patrimonial: Usos, Abusos e Conteúdo Informacional. Revista de Administração de Empresas. São Paulo v.30 n.3 p 17-31 Jul-Set/1990.
- MAHONEY**, William: Abertura Total . Revista da Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais do Rio de Janeiro, p 3-5, Setembro 1996.
- MAHONEY**, William, Relações com Investidores. IMF Editora, Rio de Janeiro,1997

- MAJLUF**, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* v.13 pp 187-221, 1984
- MILLER**, Roger Leroy, *Microeconomia: teoria, questões e aplicações*. Rio de Janeiro: MacGraw-Hill, 1981, p 188
- MODIGLIANI F & MILLER**, M The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Riview* v. 53, pp 261-297, 1958.
- MYERS**, Stewart C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* v.39, pp 575-592, 1984
- MUSSOLINI**, Luiz Fernando, A Função Social da Contabilidade, *Revista Brasileira de Contabilidade*, n, 89 , p 71-80, novembro 1994.
- PIMENTEL**, Joéde da Silva. Contribuição ao estudo da avaliação contábil do lucro passível de distribuição. São Paulo, FEA-USP, 1986 (Tese de Doutorado).
- REILLY**, Frank K. *Investment Analysis and Portfólio Management*. The Dryden Press, 4 ed./1994. 981 pp.
- RICCIO**, Edson Luiz. Uma contribuição ao estudo da contabilidade como sistema de informação. São Paulo, 1989 (Tese apresentada à FEA/USP).
- ROSS S.** Westerfield, R.W & **JAFFE JJ**, *Administração Financeira*, São Paulo, Atlas, 1995
- SANTOS**, João Regis Ricardo dos, " Mercado de Ações: Uma Análise sobre o Sistema de Informações", IBMEC, Rio de Janeiro, 1978.
- SANTOS**, Marcelo R. Braga. Número de Fatores Macroeconômicos Determinantes do Processo de Formação de Preços dos Ativos de

Risco: Uma Investigação Empírica da ATP no Mercado Brasileiro de Ações.  
Porto Alegre PPGA/UFGRS, 1994/Dissertação de Mestrado, set, 1994

**SCHIEHL**, Eduardo. O Efeito da Divulgação de Demonstrações Financeiras no Mercado de Capitais Brasileiro: Um Estudo Sobre a Variação no Preço das Ações, Porto Alegre, PPGA/UFRGS, 1996 / Dissertação de Mestrado, maio, 1996.

**SILVA**, Benedito Gonçalves & **NAKAGAWA** Masayuki: O Sistema de Informação Contábil sob a ótica da Teoria da Comunicação: Um Estudo com Administradores na Região da Grande São Paulo. Anais da XIX Reunião Anual da Ampad, p 7-25 , 1995

**SMITH**, Clifford, Raising Capital: Theory and Evidence. The New Corporate Finance-where theory meets practice

**SOUZA**, Paulo Roberto: Hierarquização das Fontes de Corporate Disclosure - uma Abordagem Comparativa : Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração. Anais da XIX Reunião Anual da Ampad. p 193-212, 1995

**TERTULIANO**, Francisco Augusto e outros "Full Disclosure: Como Aperfeiçoar o Relacionamento das Empresas Abertas com o Mercado de Capitais" Ed.Maltese, São Paulo, 1993

**VARIAN** , Hal R Microeconomia: princípios básicos. Rio de Janeiro, Campus, 1994

**WONNACOTT**, Thomas H & **WONNACOTT** (1977) Ronald, Introductory Statistics, 3 ed, New York, John Wiley & Sons, 1977, 650 p.

## **REFERÊNCIAS LEGAIS:**

Lei das Sociedades por Ações, Lei 6404 de 15 de dezembro de 1976

Lei 9249 de dezembro de 1995.

Instrução Normativa n. 31 da CVM, de fevereiro de 1984

Instrução Normativa n. 60 da CVM, de janeiro de 1987

Instrução Normativa n. 191 da CVM, de 1992.

Instrução Normativa n. 248 da CVM, de março de 1996.

Parecer de Orientação da CVM n. 29/96, de abril de 1996.

Ofício Circular n. 01/96 do Instituto Brasileiro de Contadores - Ibracon,  
de abril/96.

Comunicado Ibracon n.97/01 de janeiro de 1997

Ante-Projeto de alteração da Lei das Sociedades por Ações.

## **ANEXO 1.**

### **INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS N.31**

**Fevereiro de 1984**

Atos e Fatos com divulgação obrigatória por parte das Companhias Abertas,

- 1 - Mudanças no controle da companhia;
- 2 - Fechamento de capital da companhia;
- 3 - Incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia;
- 4 - Mudanças significativas na composição do ativo da companhia;
- 5 - Reavaliação de ativos da companhia;
- 6 - Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- 7 - Desdobramento de ações ou atribuição de bonificação;
- 8 - Aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, ou alienação dessas ações;
- 9 - Lucro ou prejuízo apurados nas demonstrações financeiras da companhia e a atribuição de dividendos;
- 10- Atraso no pagamento de dividendos ou perspectiva de alteração na distribuição de dividendos.

- 11- Celebração ou extinção de uma contrato significativo para a Companhia, ou o insucesso na sua realização, cuja expectativa de concretização era de conhecimento público.
- 12- Requerimento de concordata, de falência, ou a propositura de ação contra a companhia que, se vier a ser julgado procedente, possa afetar a sua situação econômico-financeira.
- 13- Produção, em escala industrial, comercialização ou desativação de um produto que possa repercutir de modo expressivo no desempenho da sociedade;
- 14- Qualquer descoberta, mudança ou desenvolvimento na tecnologia ou nos recursos da companhia que possa vir a alterar significativamente os seus resultados.
- 15- Qualquer outro ato ou fato relevante de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro, que possa produzir qualquer dos efeitos do item 1 (um).



## **ANEXO 2**

# **INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**248/96**

**Março/1996**

O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, torna público que o colegiado, em sessão realizada nesta data, com fundamento, nos incisos I, II e IV do parágrafo único do artigo 22 da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e tendo em vista, ainda, as disposições contidas nos artigos 4. e 5. da Lei 9.249 de 26 de dezembro de 1995,

Resolveu:

Art 1 - As demonstrações financeiras e as informações trimestrais exigidas nos atos normativos da CVM, em especial nas Instruções CVM 202, de 06 de dezembro de 1993, CVM 206 de 14 de janeiro de 1994, CVM 207 de 01 de fevereiro de 1994 e CVM 232, de 10 de fevereiro de 1995, devem ser elaboradas e divulgadas na forma da legislação societária, modificada pelos artigos 4 e 5 da Lei 9249/95, passando a ser facultativa a sua elaboração e divulgação em moeda de capacidade aquisitiva constante.

Art 2 - As companhias abertas que divulgarem, no exterior, demonstrações ou informações adicionais às requeridas pela legislação

societárias e pelas normas desta Comissão deverão, simultaneamente, divulgá-las também no País.

Art 3 - Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, aplicando-se as informações trimestrais - ITR e demonstrações financeiras relativas aos períodos e exercício social a se encerrarem a partir de março de 1996.

Art 4 - Ficam revogados os art 1 da Instrução CVM 191, de 15 de julho de 1992, e a Instrução CVM 201, de 01 de dezembro de 1993, adaptando-se à presente Instrução as demais normas da Comissão de Valores Mobiliários que tratam dessa matéria.

## **ANEXO 3**

### **PARECER DE ORIENTAÇÃO 29 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**Abril/1996**

As companhias abertas e os fundos de investimentos imobiliários e as demais entidades sujeitas às normas da CVM que optarem por divulgar voluntariamente informações ou demonstrações complementares, elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, devem seguir, a título de orientação, os seguintes requisitos:

a) Periodicidade: As entidades acima referidas, objetivando manter uma recomendável política de interação e informação com o mercado, podem, a seu exclusivo critério, divulgar esse tipo de informação em bases mensais, trimestrais, semestrais, ou mesmo anuais. Entretanto, na escolha da periodicidade, deve ser considerada ainda, como pressuposto básico, a necessidade de manutenção dessas informações de forma consistente ao longo do tempo.

b) Conteúdo Mínimo: A CVM entende que na divulgação voluntária de dados em moeda de capacidade aquisitiva constante, um conteúdo mínimo de informações deve ser apresentado, tal como:

-Demonstração de Resultados: receita operacional líquida, lucro bruto, despesas financeiras líquidas, lucro/prejuízo líquido,

-Balanço Patrimonial: estoques e adiantamentos, ativo permanente, ativo total e patrimônio líquido.

-Conciliação com o resultado e com o Patrimônio Líquido, apurados na escrituração mercantil,

c) Critérios para elaboração - tendo em vista já estarem completamente difundidos os critérios, previstos na Instrução CVM 191/92, essa deve ser a metodologia adotada para a elaboração das informações e demonstrações em moeda de capacidade aquisitiva constante; e

d) Índice - a escolha do índice de preços para elaboração das informações ou demonstrações voluntárias fica a critério da entidade, devendo, no entanto, ser divulgada a justificativa para o índice escolhido. Ressaltamos, também que , para preservar a metodologia da Instrução CVM 191/92, deve ser utilizado um índice geral de preços.

Ainda dentro dos pressupostos que norteiam a Política de Divulgação de Informações, é recomendável que as companhias, juntamente com os seus

auditores, avaliem a conveniência, não somente da apresentação voluntária desse tipo de informação. Devem considerar, também, a conveniência de sua inserção como nota explicativa às demonstrações financeiras publicadas e às informações trimestrais enviadas a esta Comissão ou mesmo a apresentação dessas demonstrações e informações trimestrais completas, em moeda de capacidade aquisitiva constante.

## APÊNDICE A

AÇÃO	BETA DEFLACIONADO	POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO
Telebras PN (TEL4)	1.289383	Completa
Petrobras PN (PET4)	1.164612	Completa
Eletrobras ON (ELE3)	1.625511	Incompleta
Telesp PN (TLS4)	1.401594	Incompleta
Vale Rio Doce PN (VAL4)	0.889778	Completa
Cemig PN (CMI4)	1.774618	Completa
Bradesco PN (BBD4)	0.741096	Incompleta
Usiminas PN (USI4)	0.707169	Completa
Brahma PN (BRH4)	0.589770	Completa
Ericsson PN (ERI4)	0.796215	Completa
Banespa PN (BES4)	1.059591	Incompleta
Cesp PN (CES4)	1.555309	Completa
Light ON (LIG3)	0.899286	Completa
Telerj PN (TER4)	2.035844	Incompleta
Telemig PNB (TMG6)	0.906161	Incompleta
Inepar PN (INE4)	0.950127	Não Divulgada
Sid Nacional ON (CSN3)	0.604122	Completa
Itaubanco PN (ITA4)	0.634460	Incompleta
Eletropaulo PNB (ELP6)	0.089709	Completa
Confab PN (CNF4)	1.098568	Não Divulgada
Brasmotor PN (BMT4)	0.665528	Completa
Celesc PNB (CLS8)	1.079670	Completa
Petrobras BR PN (BRD4)	0.499460	Completa
Paul F Luz ON (PAL3)	2.256926	Incompleta
Brasil PN (BB4)	1.160843	Completa
Sharp PN (SHA4)	0.833579	Incompleta
White Martins ON (WHM3)	0.505771	Não Divulgada
Itausa PN (ITS4)	0.688733	Incompleta
Coelba ON (CEE3)	0.510011	Completa
Sadia Concord PN (SCO4)	0.798390	Completa
Met Barbara PN (BAR4)	0.605630	Incompleta
Randon Part PN (RAP4)	0.637264	Completa
Pirelli PN (PIR4)	0.222715	Incompleta
Coelce PNA (COC5)	(0.072383)	Incompleta
Ipiranga Pet PN (PTI4)	0.745209	Completa
Aracruz PNB (ARC6)	0.404296	Completa
Unibanco PN (UBB4)	0.384033	Incompleta
Telepar PN (TEP4)	0.821494	Incompleta
Cerj ON (CBE3)	2.034059	Incompleta
Votorantim C P PN (PSI4)	0.721306	Não Divulgada
Lojas Arapua PN (LOA4)	0.765447	Incompleta

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE A

AÇÃO	BETA DEFLACIONADO	POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO
Fosfertil PN (FFT4)	0.717086	Completa
Electrolux PN (REP4)	0.843283	Completa
Frigobras PN (FRI4)	0.700426	Não Divulgada
Souza Cruz ON (CRU3)	0.469678	Completa
Perdigao PN (PDG4)	0.971326	Completa
Copel ON (CPL3)	0.642235	Completa
Loj Americanas PN (LAM4)	0.789820	Completa
Gerdau PN (COG4)	0.911880	Não Divulgada
Ceval PN (CEV4)	0.741077	Completa
Agroceres PN (SAG4)	0.706028	Incompleta
Multibras PN (MTB4)	0.484342	Não Divulgada
Cosipa PNB (CSI6)	0.426533	Completa
Unipar PNB (UNI6)	0.770011	Completa
Suzano PN (SUZ4)	0.505698	Não Divulgada
Coteminas PN (CTN4)	0.327723	Completa
BCN PN (BCN4)	0.986550	Incompleta
Bardella PN (BDL4)	0.500867	Não Divulgada
Klabin PN (KLA4)	0.479327	Completa
Manah PN (MAH4)	1.355668	Completa
P. Acucar - CBD PN (PCA4)	(0.454810)	Completa
Artex PN (ART4)	0.684808	Não Divulgada
Rhodia-Ster ON (RHD3)	0.471743	Completa
Copene PNA (CPN5)	1.002496	Completa
Acesita PN (ACE4)	1.614644	Completa
Sid Riograndense PN (RIO4)	0.694468	Não Divulgada
Embraco PN (EBC4)	0.608386	Completa
Serrana ON (MSA3)	0.552899	Não Divulgada
Chapeco PN (CHA4)	0.427889	Completa
Real PN (REA4)	0.282933	Incompleta
Lorenz PN (LOR4)	0.426072	Não Divulgada
Lojas Renner PN (LRE4)	0.730578	Completa
Duratex PN (DUR4)	0.544355	Completa
Paranapanema PN (PMA4)	0.727121	Completa
Ind Villares PN (IVI4)	0.651863	Completa
Iven PN (IVE4)	0.011230	Não Divulgada
Copesul ON (CPS3)	0.506957	Completa
Cim Itau PN (ICP4)	0.610883	Completa
Belgo Mineira ON (BEL3)	0.523088	Incompleta
Celg PNB (CGO6)	(0.267202)	Completa
IAP PN (IAP4)	0.593242	Completa
Telebrasiliana PN (TBR4)	0.150434	Incompleta

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE A

AÇÃO	BETA DEFLACIONADO	POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO
Inds Romi PN (ROM4)	0.356236	Incompleta
Avipal ON (AVP3)	0.851049	Não Divulgada
Eternit ON (ETE3)	0.474269	Completa
Ren Hermann PN (RHE4)	0.144718	Completa
Marisol PN (MRS4)	0.473905	Completa
Albarus ON (ALB3)	0.342504	Não Divulgada
Magnesita PNA (MAG5)	0.763362	Completa
Metal Leve PN (LEV4)	0.501652	Completa
Ferbasa PN (FES4)	0.458206	Não Divulgada
Trikem PN (CPC4)	1.248043	Completa
Sibra PNC (SIB7)	0.867724	Completa
Bic Caloi PNB (BCA6)	1.219309	Completa
Forjas Taurus PN (FJT4)	0.578530	Não Divulgada
Sansuy PN (SNS7)	0.032037	Não Divulgada
Sudameris ON (BFI3)	0.407354	Completa
Bahia Sul PNA (BSU6)	0.531455	Completa
Makro ON (MAK3)	0.525567	Completa
Arno PN (ARN4)	0.392098	Incompleta
Besc PNB (BSC6)	0.250464	Não Divulgada
Pirelli Pneus PN (PIP4)	0.640831	Incompleta
Nitrocarbono PNA (CAR5)	0.723680	Completa
Telebahia PNB (TEB6)	0.636339	Incompleta
Alpargatas PN (ALP4)	0.728152	Incompleta
Frangosul PN (FGO4)	0.363144	Completa
Pettenati PN (PTN4)	0.584130	Não Divulgada
Mont Aranha ON (MOA3)	1.006381	Incompleta
Guararapes PN (GUA4)	0.978425	Incompleta
Copas PN (COP4)	1.123770	Incompleta
Nakata PN (NAK4)	0.548887	Não Divulgada
Solorrico PN (SOL4)	0.522719	Completa
Merc S Paulo PN (BMC4)	0.351373	Incompleta
Petroq.Uniao PN (PQU4)	(1.174914)	Completa
Varga Freios PN (VGA4)	0.383193	Incompleta
Itautec PNA (ITE5)	1.044988	Incompleta
Pronor PNA (PNO5)	0.472302	Completa
Tibras PNA (TIB5)	0.122719	Completa
Minupar PN (MNP4)	1.004162	Completa
Adubos Trevo PN (ILM4)	1.262302	Incompleta
Eucatex PN (EUC4)	0.234709	Completa
Transbrasil PN (TRB4)	0.588906	Incompleta
Schulz PN (SHU4)	0.103285	Não Divulgada



## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE A

AÇÃO	BETA DEFLACIONADO	POLÍTICA DE DIVULGAÇÃO
Cremer PN (CRE4)	0.316323	Completa
Petroquisa PN (PTQ4)	1.346773	Completa
Cacique PN (CIQ4)	0.369609	Não Divulgada
Brasilit ON (LIT3)	0.662027	Incompleta
Gradiente PNA (IGB5)	(0.020465)	Completa
Estrela PN (EST4)	0.788211	Incompleta
Real Part PNB (RPA6)	0.043350	Incompleta
Usin C Pinto PN (UCO4)	0.064968	Completa
Merc Brasil PN (BME4)	0.809941	Não Divulgada
Enersul PNB (ENE7)	0.264595	Completa
Polialden PN (PLD4)	1.224923	Completa
Mannesmann ON (MAN3)	0.719125	Completa
Brasperola PNA (BPL5)	0.310897	Completa
Nord Brasil PN (BNB4)	0.495801	Não Divulgada
Micheletto PN (LET4)	0.336731	Incompleta
Wiest PN (WIS4)	0.394332	Não Divulgada
Acos Villares PN (AVI4)	0.690924	Completa
Varig PN (VAG4)	0.684488	Completa
Wembley PN (WMB4)	0.818094	Incompleta
Eberle PN (EBE4)	0.616654	Completa
Sola PN (SLA4)	(0.462225)	Incompleta
Antarctica Nord ON (IBA3)	0.451265	Completa
Trevisa PN (LUX4)	0.414762	Não Divulgada
Imperio PN (IMP4)	0.908096	Incompleta
Trombini PN (TRM4)	1.245982	Completa
Recrusul PN (RCS4)	0.605061	Incompleta
DHB PN (DHB4)	0.838416	Completa
Hering Text PN (HGT4)	0.109507	Completa

## APÊNDICE B

**MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS PADRONIZADOS**  
**CORRESPONDENTE A DEZENOVE PREGÕES ANTERIORES E**  
**DEZ PREGÕES POSTERIORES AO EVENTO: DIVULGAÇÃO DE**  
**DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 1996**

t	Toda a Amostra	Grupo I	Grupo II	Grupo III
-19	-.032376	-.008455	-.015646	-.026870
-18	-.126144	-.116322	.232162	-.064702
-17	-.063513	.049173	.248577	.009288
-16	.085524	.256088	.008427	.119848
-15	.015580	.045595	.112016	.036315
-14	.099798	-.066155	-.077722	.027023
-13	-.037542	.150775	.149618	.039947
-12	.101360	-.123596	.129743	.049011
-11	-.067777	.234958	.021263	.028278
-10	-.098445	-.027254	.030081	-.060608
-9	.166704	-.025872	.019377	.093567
-8	.031670	.012240	-.287617	-.013761
-7	.037606	.035897	.137081	.051834
-6	-.029320	-.009459	.078912	-.010015
-5	.030683	.703028	.026174	.226693
-4	.047160	-.042694	.034398	.019564
-3	.038744	.179399	-.052476	.070961
-2	-.096040	.143638	.117876	-.000922
-1	-.112590	.065811	-.176650	-.074149
0	.015711	.107078	.182339	.064084
1	-.057916	-.034060	1.031116	.109604
2	-.128847	-.045417	.024705	-.083245
3	-.060403	.212642	-.051768	.014441
4	.013549	.381264	.049379	.121821
5	.058918	.592146	.006067	.206735
6	-.110785	.125349	.068234	-.014521
7	.049476	-.090591	-.067856	-.006127
8	-.126110	-.169935	-.081214	-.128782
9	-.063625	.155976	.114207	.022809
10	.094212	-.024022	-.269299	.015284

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE B

**MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS PADRONIZADOS  
CORRESPONDENTE A DEZENOVE PREGÕES ANTERIORES E  
DEZ PREGÕES POSTERIORES AO EVENTO: DIVULGAÇÃO DE  
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO SEGUNDOTRIMESTRE DE 1996**

<b>t</b>	<b>Toda a Amostra</b>	<b>Grupo I</b>	<b>Grupo II</b>	<b>Grupo III</b>
-19	-.136362	-.123164	-.220463	-.006526
-18	-.114059	-.147007	-.189355	.192645
-17	.034376	-.087293	.193865	.145758
-16	.145893	.119015	.139533	.271132
-15	-.080652	-.078747	-.033836	-.210877
-14	.067580	-.022572	.136517	.366004
-13	.047529	.094434	-.027146	-.026599
-12	-.049515	.066671	-.063799	-.525607
-11	-.086118	-.126481	.029340	-.113215
-10	-.052679	-.008338	-.058667	-.216955
-9	-.042707	-.073829	-.022859	.054113
-8	.015415	.026384	-.126598	.212709
-7	.110215	.166030	.133637	-.110188
-6	-.018770	-.062958	.049674	.029446
-5	-.011647	.021094	.000323	.010642
-4	-.000895	-.049411	.081207	.056022
-3	.097291	.112124	-.032608	.224761
-2	-.060270	-.142192	.057814	.126029
-1	.043733	-.045735	.116211	.405260
0	-.006269	-.014191	-.050254	-.082348
1	.046245	.000354	.155260	.021342
2	.033983	-.059639	.172576	.149276
3	-.146398	-.260972	.069999	-.051368
4	.140032	.144582	.135807	.129741
5	.006691	.035287	-.029565	.266493
6	.130689	.080801	.126810	.410169
7	.087286	.141128	-.029788	.099998
8	.030682	.017730	.022532	.095533
9	-.053895	-.092225	.001915	-.008449
10	.028072	.012809	.093155	-.046304

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE B

**MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS PADRONIZADOS  
CORRESPONDENTE A DEZENOVE PREGÕES ANTERIORES E  
DEZ PREGÕES POSTERIORES AO EVENTO: DIVULGAÇÃO DE  
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO TERCEIRO TRIMESTRE DE 1996**

<b>t</b>	<b>Toda a Amostra</b>	<b>Grupo I</b>	<b>Grupo II</b>	<b>Grupo III</b>
-19	.052863	-.018947	.104442	.159401
-18	.053112	.038099	.128415	-.004301
-17	-.075319	.033896	-.085759	-.389041
-16	.003016	.034157	-.216362	.235593
-15	-.000479	.058367	-.091107	-.046444
-14	.030939	.012050	-.000045	.136504
-13	.000081	-.036729	.057213	.032153
-12	.151951	-.009565	.458680	.169621
-11	.056826	.011762	.148126	.041606
-10	.140168	.074108	.230284	.191339
-9	-.096565	-.123528	-.092405	-.023216
-8	.082278	-.044484	.293716	.189033
-7	-.050892	-.051483	.034560	-.200993
-6	.001281	.037259	-.114550	.038853
-5	-.003953	.011409	-.079314	.067816
-4	.075382	.064340	.125248	.036804
-3	-.026061	-.002801	.000271	-.167787
-2	.017274	.128965	-.321317	.178691
-1	.041204	.020201	.050989	.112975
0	.042812	-.040549	.120169	.222463
1	-.039948	-.139143	.138018	.083919
2	.060217	-.091410	.319792	.181536
3	-.001926	-.033553	.087829	-.033465
4	.181004	.189887	.318712	-.015119
5	-.074157	.018866	-.139593	-.265980
6	.027797	.017293	.166569	-.166375
7	.107604	-.106376	.559809	.032197
8	.015660	.026311	.024999	-.038628
9	.039193	.051946	-.009459	.068119
10	-.221243	-.307418	.127779	.321644

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE B

**MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS PADRONIZADOS  
CORRESPONDENTE A DEZENOVE PREGÕES ANTERIORES E  
DEZ PREGÕES POSTERIORES AO EVENTO: DIVULGAÇÃO DE  
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS ANUAIS DE 1996**

<b>t</b>	<b>Toda a Amostra</b>	<b>Grupo I</b>	<b>Grupo II</b>	<b>Grupo III</b>
-19	.152742	.144966	.254652	.040475
-18	.043635	.114254	-.325144	.370820
-17	.111774	.118964	.029941	.229836
-16	.118606	.041139	.207349	.220230
-15	-.047786	-.098762	-.012757	.051005
-14	.107478	.121010	.071568	.117667
-13	-.008508	.016882	-.219786	.168406
-12	.113656	-.038634	.334949	.311414
-11	.006167	-.040229	.009385	.170079
-10	-.040816	-.008092	-.175051	.036728
-9	-.015575	-.093737	.246263	-.072235
-8	-.085664	-.156827	-.045409	.075958
-7	.130965	.131523	.145665	.110784
-6	-.112028	.183686	-.027399	-.012679
-5	.110571	.047235	.212902	.146267
-4	.079503	-.130107	.326299	.308652
-3	.037674	-.036954	.275479	-.132596
-2	.044947	-.048707	.223915	.126658
-1	.058947	.023746	.112918	.098993
0	-.027648	-.082592	-.020540	.136078
1	-.008910	-.086803	.127071	.013502
2	-.048240	-.155826	.083083	.030862
3	-.107546	-.068324	-.166849	-.130917
4	.022642	-.015097	.041446	.127731
5	-.046484	.055222	.069193	-.182812
6	.039587	.101411	.110288	-.263880
7	-.053190	-.064184	-.024740	-.054848
8	.035729	-.045092	.157334	.098192
9	.018870	-.019426	.090449	.061149
10	-.049570	-.073470	.048649	-.167215

## CONTINUAÇÃO DO APÊNDICE B

**MÉDIAS DOS RETORNOS ANORMAIS PADRONIZADOS  
CORRESPONDENTE A DEZENOVE PREGÕES ANTERIORES E  
DEZ PREGÕES POSTERIORES AOS EVENTOS: DIVULGAÇÃO DE  
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS TRIMESTRAIS E ANUAIS DE 1996.**

<b>T</b>	<b>Toda a Amostra</b>	<b>Grupo I</b>	<b>Grupo II</b>	<b>Grupo III</b>
-19	.010593	-.007380	.032544	.044426
-18	-.020504	-.030200	-.125602	.197832
-17	.020030	.000514	.046805	.058783
-16	.096841	.069959	.096652	.183846
-15	-.023151	-.025891	-.023026	-.023575
-14	.058255	.052572	.035471	.135613
-13	.019762	.009261	-.009736	.080895
-12	.066276	.029958	.151559	.021293
-11	.001288	-.055681	.105452	.029933
-10	-.003484	-.010192	-.007672	.010980
-9	-.015320	-.031098	.026282	-.005490
-8	-.000433	-.035814	.033487	.047521
-7	.060531	.070919	.087440	-.015829
-6	-.034883	.032167	-.025434	.033633
-5	.080416	.027605	.209235	.062725
-4	.043389	-.017005	.122515	.108969
-3	.044966	.027778	.105635	-.032025
-2	.000257	-.039494	.026012	.137314
-1	.017434	-.028595	.086482	.110145
0	.018245	-.030405	.039113	.114633
1	.026748	-.070877	.096572	.287470
2	-.009321	-.108931	.132509	.096595
3	-.060357	-.105813	.050905	-.066880
4	.116375	.083230	.219307	.072933
5	.023196	.042073	.123045	-.044058
6	.045888	.022180	.132254	.012037
7	.033893	.005011	.103673	.002373
8	-.011678	-.031790	.008733	.018471
9	.006744	-.030833	.059720	.058757
10	-.056864	-.068467	.061390	-.040294