

## CONTEÚDO INFORMATIVO DO RESULTADO ANUAL NA EURONEXT LISBON

*António José S. Morão Lourenço*<sup>(\*)</sup>

*Professor Adjunto*

*Maria Manuela M. S. Sarmento Coelho*<sup>(\*\*)</sup>

*Professora Associada*

### RESUMO

No presente artigo analisa-se o conteúdo informativo do resultado líquido contabilístico divulgado anualmente pelas empresas cotadas em Portugal. Após os desenvolvimentos teóricos ocorridos na década de cinquenta, que objectivamente lançou as bases da moderna teoria financeira, o papel da informação contabilística e financeira nos mercados de capitais tem sido uma das áreas mais estudadas das finanças, tendo dado lugar a um importante conjunto de trabalhos de investigação. Os resultados destas investigações mostraram que a contabilidade financeira era um elemento relevante para os investidores.

Neste trabalho de investigação procura-se explicar as variações anormais do rendimento bolsista, observadas à volta do anúncio de resultados líquidos contabilísticos anuais, e assim, determinar se aqueles são úteis em termos de avaliação bolsista. Pretende-se, desta forma, verificar a persistência dos resultados líquidos divulgados e o impacto em resultados futuros.

As conclusões do estudo evidenciam que os resultados anuais positivos e negativos estão fortemente associados com o rendimento anormal das acções. Os resultados líquidos positivos relacionam-se com os rendimentos anormais ao nível da sua variação enquanto que, os resultados líquidos negativos se associam com o nível do resultado divulgado e com a variação daqueles.

**Palavras-Chave:** Rendimentos Anormais de Acções; Resultados Líquidos Anuais; Estudo de Eventos; Mercados de Capitais.

---

(\*) Professor Adjunto na Escola Superior de Gestão do Instituto Politécnico de Santarém.

(\*\*) Professora Associada com Agregação da Academia Militar da unidade curricular de Recursos Humanos. Membro efectivo do Centro de Investigação da Academia Militar - CINAMIL.

## 1. INTRODUÇÃO

A literatura que visa a temática a investigar neste artigo, a respeito da relação entre a informação contabilística e financeira e o mercado financeiro é bastante rica. No entanto, no que concerne à evidência empírica a sua proveniência tem sido especialmente dos mercados inglês e americano. Estes mercados têm modelos de governação similares em muitos aspectos, nos quais a contabilidade é pouco regulamentada e muito voltada para os investidores dos respectivos mercados de capitais. Desta forma, os resultados anteriormente descritos não são surpreendentes, na medida em que a contabilidade, naqueles mercados, tem o investidor do mercado de capitais como principal utilizador. No resto do contexto europeu, os últimos anos têm também sido profícuos na investigação desta área.

O conteúdo informativo do resultado anual tem sido desenvolvido em diferentes mercados bolsistas por investigadores com conclusões muito diversas: Emanuel (1984) na Nova Zelândia, Pope e Inyangete (1992) e Elsharkawy e Garrod (1996) no Reino Unido, Kallunki (1996) na Finlândia, Odabasi (1998) na Turquia, Laurent (2000) na Bélgica, Gajewski e Queré (2001) em França, O'Connell (1995) na Irlanda e Arcas e Rees (1999) em Espanha.

As diferenças significativas encontradas nos diferentes mercados e a obtenção de resultados contraditórios impedem a formação de uma teoria mais ampla para a contabilidade financeira internacional em termos da relação atrás descrita. Procura-se, por isso, analisar o conteúdo informativo do resultado líquido contabilístico anual. Para isso, calcularam-se os resultados por acção, obtidos anualmente em 41 empresas cotadas no mercado de capitais em Portugal, que foram posteriormente regredidos com os excessos de rendibilidade obtidos aquando da assembleia-geral das empresas numa janela que compreende os 15 dias antes do evento e 15 dias após aquele.

O principal contributo deste artigo é a sua aplicação à realidade portuguesa de trabalhos anteriormente desenvolvidos noutros países e especialmente, evidenciar a informação proporcionada pelo anúncio dos resultados líquidos anuais e o seu impacto em resultados futuros. Os trabalhos de investigação realizados noutros países não podem generalizar-se, nomeadamente no caso do mercado de capitais português, por quanto este evidencia problemas de dimensão, transacção de acções muito concentrada num reduzido número de empresas, indícios de filtração de informação, bem como, heterogeneidade nas expectativas dos investidores.

O estudo estrutura-se do seguinte modo: na secção 2 discute-se a literatura considerada relevante; na secção 3 apresenta-se a metodologia utilizada, a hipótese a investigar e a amostra a usar; na secção 4 discutem-se os resultados. Finalmente, na secção 5, apresenta-se uma breve conclusão.

## 2. RESULTADO LÍQUIDO ANUAL E RENDIMENTO ANORMAL DE ACÇÕES: ANÁLISE DA LITERATURA

A reacção das cotações e a associação com a publicação de resultados tem sido analisada, conforme anteriormente se descreveu, desde os anos sessenta, e tem sido estudada também em outros mercados bolsistas. Nesta secção, apresenta-se a evidência empírica mais relevante sobre este tema, a nível internacional, bem como os trabalhos de investigação que foram decisivos na análise e explicação do comportamento do mercado ao anúncio de resultados.

A replicação de trabalhos de investigação tem sido feita desde há muito tempo em diferentes mercados bolsistas, citando-se, a título de exemplo, o de Firth (1981), no mercado inglês ou o de Brown (1970), no mercado australiano. Mais recentemente também têm sido replicados muitos outros trabalhos sobre a associação entre os resultados e as cotações das acções.

Na Polónia, Jermakowicz e Tomaszewski (1998) investigaram esta associação, utilizando uma amostra de 52 empresas, no período compreendido entre 1995 e 1997. Seleccionaram o modelo de Easton e Harris (1991) para medir a relação, isto é,

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{Res_{j,t}}{P_{j,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Res_{j,t}}{P_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t} \quad (01)$$

em que,

$CAR_{j,t}$  - Rendimento acumulado da acção da empresa j numa janela de um ano (t), calculada como:  $(P_{j,t} + Div_{j,t} - P_{j,t-1})/P_{j,t-1}$ ;

$P_{j,t-1}$  - Preço (cotação) da acção da empresa j no fim do exercício t-1 (cotação de abertura do exercício t);

$Div_{j,t}$  - Dividendo distribuído por acção da empresa j, durante o período compreendido entre t-1 e t;

$Res_{j,t}$  - Resultado por acção da empresa j, no exercício fiscal do ano t;

$\Delta Res_{j,t}$  - Variação do resultado por acção da empresa j dos exercícios fiscais de t e t-1.

Analisaram, ainda, o efeito dimensão da empresa, utilizando três tipos de variáveis: capitalização bolsista, vendas e total do activo imobilizado. Na amostra total  $\beta_0$  e  $\beta_1$  evidenciaram valores significativos ao nível de 5% com um  $R^2$  ajustado de 8%. Dividiram, depois, a amostra por ano, tendo concluído que o exercício de 1995 evidenciou fraco poder explicativo e uma estatística de Fisher também fraca. Os resultados evidenciaram ainda que, em exercícios seguintes, os valores estatísticos aumentaram o poder explicativo. Concluíram, finalmente, que no mercado polaco os resultados anuais divulgados constituíam um elemento importante, no processo de avaliação das acções.

Na República Checa, Jindrichovska e McLeay (2005) analisaram o impacto da divulgação de resultados positivos e negativos neste mercado, assim como aspectos relacionados com o conservadorismo contabilístico e a oportunidade (timeless) da evidência dos resultados.

Utilizaram uma amostra de 63 empresas industriais, no período compreendido entre 1993 e 1999. Os modelos econométricos utilizados foram os seguintes:

$$CAR_t = \alpha + \beta Res_t / P_{t-1} + \varepsilon_t \quad (02)$$

$$CAR_t = \alpha + \beta \Delta Res_{t,t-1} / P_{t-1} + \varepsilon_t \quad (03)$$

em que,

$CAR_t$  - Rendimento da acção numa janela do evento de 12 meses incluindo os dividendos distribuídos;

$RES_t$  - Resultado por acção do ano t;

$\Delta Res_{t,t-1}$  - Variação do resultado por acção do exercício t-1 para t;

$\varepsilon_t$  - Erro com zero de média e variância constante.

Os resultados encontrados permitiram concluir que os prejuízos estavam relacionados com o nível dos resultados anuais (significativos ao nível de 10%) e com a sua variação (significativos ao nível de 5%). O  $R^2$  ajustado apurado foi de 12,1%, no caso da variação dos resultados e de 4%, nos resultados anuais divulgados. Os resultados positivos relacionaram-se unicamente com a variação dos mesmos, sendo o  $R^2$  igual a 7,8%.

No mercado chinês, Chen *et al* (2002) analisaram também a reacção do mercado aos resultados anuais e aos dividendos. Utilizaram 1499 anúncios de divulgação

de resultados, no período compreendido entre 1994 e 1997. Os rendimentos anormais das ações foram calculados, através do modelo de mercado cujo período de estimação dos parâmetros decorreu numa janela do evento, entre os dias (-280, -31). Posteriormente foram, analisadas as seguintes janelas dos eventos (-7, +7), (-5, +5), (-2, +2), (-1, +1).

Seguindo a metodologia idêntica à reportada por Kane *et al* (1984), How *et al* (1992), Easton (1991), e Leftwich e Zmijewski (1994) regressaram a associação entre os rendimentos anormais e as medidas dos resultados e dos dividendos, através dos seguintes modelos:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \Delta Res + \beta_2 \Delta Div + \beta_3 S Div \quad (04)$$

$$CAR = \beta_0 + \sum_{i=1}^{18} \beta_1 \Delta Res(ECS)_i + \sum_{i=19}^{30} \beta_2 \Delta Div(ECS)_i + \sum_{i=31}^{42} \beta_3 S Div \quad (05)$$

em que,

CAR - Rendimento anormal nos três dias que rodeiam o anúncio de resultados e dividendos;

$\Delta Res$ ,  $\Delta Div$  - Variação de resultados e de dividendos do exercício em análise e o anterior;

S Div - Variação dos dividendos distribuídos, através da emissão de novas ações (*stock dividends*);

ECS - Variável *dummy*, respeitante ao sinal (positivo ou negativo) do resultado, do dividendo ou da distribuição de dividendos por emissão de novas ações.

O coeficiente de determinação obtido nas regressões foi baixo (5,3%), embora os coeficientes das variáveis em análise tivessem reportado valores significativos ao nível de 1%, com exceção da variável variação dos dividendos, cuja significância foi de 10%.

Concluíram que, no mercado chinês, o anúncio de resultados providenciava informação para o mercado e que existia uma relação positiva entre a variação dos resultados positivos e os rendimentos das ações numa janela de curta duração.

Evidenciaram, ainda, que a variação dos resultados estava positivamente associada com os rendimentos anormais, mas que a amplitude da relação variava com o sinal da variação dos dividendos.

Gao e Tse (2004) mediram também, no mercado bolsista chinês, a associação entre rendimentos e o anúncio de resultados anuais, tendo em conta que neste existiam acções do tipo A (acções para residentes) e do tipo B (acções para não residentes). Utilizaram uma amostra 38 empresas (112 anúncios anuais), no caso das acções do tipo A e 21 empresas (44 anúncios anuais), no caso das acções do tipo B, no período compreendido entre Junho de 1995 e Maio de 2000. No estudo de eventos, o período de estimação dos parâmetros do modelo de mercado foram calculados nos períodos (-150, -21), numa janela de evento, que rodeou a data do anúncio de resultado compreendido entre (-20, +10) dias. Concluíram que nas acções do tipo B os rendimentos anormais estavam associados com boas notícias sobre resultados e os rendimentos negativos com más notícias. Nas acções tipo A, os rendimentos anormais negativos estavam associados com boas notícias sobre resultados (não significativos), desde que estes fossem reportados, de acordo com os *International Accounting Standards* (IAS). No mercado dinamarquês, Plenborg (1999) examinou também a informação proporcionada pelos resultados anuais e fluxos de caixa, no período que decorreu entre 1983 e 1992, utilizando uma amostra de 192 observações de empresas por ano. Os modelos utilizados replicam o de Harris et al (1994), onde se comparou a informação proporcionada pelos resultados e fluxos de caixa, através das seguintes regressões:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \frac{Re s_{it}}{P_{it-1}} + \alpha_2 \frac{Re s_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (06)$$

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \frac{FC_{it}}{P_{it-1}} + \alpha_2 \frac{FC_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (07)$$

em que,

$R_{it}$  - Rendimento anormal numa janela de 12 meses que rodeiam o anúncio de resultados e fluxos de caixa;

$\Delta Re s_{it}$ ,  $\Delta FC_{it}$  - Variação de resultados e de fluxos de caixa do exercício em análise e o anterior;

$Re s_{it}$ ,  $FC_{it}$  - Resultado e fluxo de caixa do exercício em análise;

$P_{it-1}$  - Cotação da acção no início do ano civil.

A investigação conclui que os resultados, na Dinamarca, veiculavam mais informação do que os trabalhos empíricos reportados, relativamente ao mercado americano. O conteúdo informativo do fluxo de caixa evidenciou resultados menos fortes do que os trabalhos desenvolvidos nos Estados Unidos da América. Sponholtz (2005) analisou também o mercado dinamarquês, num trabalho mais recente sobre a informação proporcionada pelo anúncio de resultados. Utilizou uma amostra das 20 empresas, que constituem o índice KFX, no período que decorreu entre 1999 e 2001. Assumiu, neste trabalho de investigação, que os rendimentos anormais seriam explicados pelos resultados imprevistos, sendo estes calculados de duas formas: através de um modelo time-serie, que pressupunha que o resultado seguia um processo aleatório, e outro, que utilizou as previsões dos analistas financeiros (Fried e Givoly, 1982). O modelo utilizado foi o seguinte:

$$\Delta Res = \frac{ResActual - ResPrevisto}{Deflator} \quad (08)$$

em que,

$\Delta Res$  - Variação do resultado entre o exercício t e t-1;

$ResActual$  - Resultado por acção do exercício t;

$ResPrevisto$  - Resultado previsto estimado e retirado da base de dados internacional - *International Brokerage Estimate System (IBES)*;

$Deflator$  - Valor de mercado da acção (cotação) no início do período.

O trabalho de investigação concluiu que, neste mercado, a divulgação dos resultados anuais proporcionava informação relevante. Contudo, a evidência também demonstrou que, sendo um mercado de pequena dimensão, os preços das acções demoravam muito tempo a incorporar o anúncio dos resultados (o mercado reagia de forma ineficiente aos anúncios).

No mercado australiano, Chan *et al* (2005) analisaram também a informação proporcionada pelos anúncios de resultados e a dimensão da empresa. Utilizando uma amostra de 482 empresas, cotadas no mercado, no período compreendido entre 1994 e 2001, calcularam os rendimentos anormais acumulados em duas janelas de eventos (-1, +1) e (-10, +10), abrangendo um período de estimação de 200 dias.

Na análise da informação proporcionada pelos resultados, utilizaram o modelo de Easton e Harris (1991). Os resultados obtidos concluíram que a associação

testada na janela de 3 dias se fazia através da variável resultado, enquanto que, na janela de 21 dias, se centrou na variação dos mesmos.

O trabalho de investigação produzido sobre esta temática tem sido muito vasto e com aportes de evidência muito recente. Salienta-se, ainda, os seguintes trabalhos desenvolvidos em vários países da Europa, no mercado espanhol como Arcas e Rees (1999), que detectou que os anúncios de resultados vêm normalmente acompanhados de rendibilidades médias significativas, com incremento da volatilidade e assimetria informativa dos mesmos nos dias que rodeiam os anúncios. Idênticos resultados foram reportados por Garcia (2006), também no mercado espanhol.

Em França, Gejewski e Queré (2001) e Wael (2004), tendo este último analisado o efeito do anúncio de resultados (e outros eventos na *Reuters*) e sua repercussão imediata sobre as cotações das acções. No mercado inglês, evidenciaram-se os trabalhos de Charitou e Clubb (1999) e Charitou *et al* (2001).

A evidência empírica sobre a associação entre a divulgação de resultados anuais e os rendimentos anormais tem evoluído de formas distintas, desde o seu início, no mercado americano e inglês. No entanto, os trabalhos de investigação realizados não clarificaram, de forma adequada, a natureza e envergadura deste fenómeno. Bamber *et al* (2000) referiam ser consensual que toda a literatura sobre a temática foi mal interpretada e excessivamente generalizada. Estes investigadores evidenciam que existe, de facto, um maior efeito dos resultados divulgados do que os reportados no trabalho de Beaver (1968). Bamber *et al* (2000) referem que existe, de facto, um maior efeito do resultado do que foi referido no trabalho de investigação de Beaver (1968) e sintetizam aquela lacuna da seguinte forma, que também subscrevemos: identificou-se a reacção do mercado como uma típica reacção de anúncios de resultados individuais e falhou-se na apreciação das implicações da selecção de amostras, isto é, Beaver (1968) seleccionou uma amostra de empresas que constituíam cerca de 5% das empresas cotadas no *New York Stock Exchange* (NYS).

Bamber *et al* (2000) referem, ainda, que a maioria dos anúncios de resultados não proporcionam informação ao mercado, porque esta foi antecipadamente "apropriada" (Bamber *et al*, 2000), ou porque não possui valor relevante. Relativamente ao primeiro aspecto e verificando-se que os anúncios são feitos tardiamente para proporcionar nova informação ao mercado, interessa sobretudo analisar que tipo de divulgação tem maior relevância (divulgação de resultados intermédios, previsões dos analistas financeiros, divulgação dos gestores das

empresas). Em relação ao segundo, referem os investigadores ser necessário aprofundar a questão da relevância dos resultados.

Em resumo, as falhas evidenciadas na investigação reportada sobre a apreciação dos efeitos dos anúncios de resultados têm causas que provêm das escolhas feitas nos modelos de investigação e a generalização de resultados tem objectivamente "atrasado" a aquisição de conhecimento, ao nível do alcance e papel da contabilidade.

Tendo em conta tudo o que anteriormente foi referido e pretendendo obviar às lacunas identificadas, no presente trabalho de investigação divide-se a amostra em empresas com resultados líquidos contabilísticos positivos e negativos.

O Quadro 1 classifica e analisa a evidência empírica internacional na associação entre o rendimento das acções e o resultado líquido anual divulgado.

**Quadro 1 - Classificação e caracterização da evidência empírica internacional na associação entre rendimento de acções e o resultado líquido anual**

Trabalho	País	Período da Amostra	N.º empresas da Amostra (Observações)	Variável Dependente	Variável Independente	Principal Resultado	Modelo de Análise
Jermakowicz e Tomaszewski (1998)	Polónia	1995-1997	52 empresas	Rendimento Anormal Acumulado	Resultado Anual Efeito Dimensão	Associação resultado e rendimento	Easton e Haris (1991)
Plenborg (1999)	Dinamarca	1983-1992	192 empresas	Rendimento Anormal	Resultado Anual Fluxos de Caixa	Resultado associado com rendimento e pouco associado com fluxos de caixa	Easton e Haris (1991) (Adaptado)
Arcas e Rees (1999) Garcia (2006)	Espanha			Rendimento Anormal	Resultado Anual	Resultado acompanhado de rendimentos médios significativos	
Chen <i>et al.</i> (2002)	China	1994-1997	1499 anúncios	Rendimento Anormal Acumulado	Rendimento Anual e Dividendos	Relação positiva do resultado e variação do mesmo com rendimento anormal	Kane <i>et al.</i> (1984); How <i>et al.</i> (1992); Easton (1991); Leftwich e Zmijewski (1994)
Gao e Tse (2004)	China	1995-2000	38 empresas 21 empresas	Rendimento Anormal Acumulado	Divulgação Anual de Resultados	Ações tipo B associados boas notícias sobre resultados	
Sponholz (2005)	Dinamarca	1999-2001	20 empresas	Varição do Resultado	Resultado por Acção e Resultado Previsto	Resultado proporciona Informação relevante ao mercado	Time-Serie Fried e Givoly (1992)
Chan <i>et al.</i> (2005)	Austrália	1994-2001	482 empresas	Rendimento Anormal Acumulado	Resultado Anual Dividendos Efeito Dimensão	Resultado relacionado com rendimento (janela 3 dias) e variação rendimento (janela 21 dias)	Easton e Haris (1991)

A secção seguinte discute a hipótese a investigar, a metodologia utilizada, bem como, a selecção da amostra e a estatística descritiva das variáveis em análise.

### 3. METODOLOGIA E SELECÇÃO DA AMOSTRA

#### 3.1 *Hipótese da Investigação*

É consensual, na literatura, desde os trabalhos empíricos pioneiros de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que os anúncios de resultados estão significativamente relacionados com os rendimentos anormais das acções.

No presente trabalho de investigação realizado no mercado português testa-se a relação entre rendimentos anormais e os resultados positivos ou negativos, utilizando uma janela de evento de curta duração.

O foco numa janela de curta duração justifica-se através do maior poder explicativo do estudo de evento (Lo e Lys, 2000). Por outro lado, a anterior investigação, na associação entre resultados e rendimentos, reportou que aqueles apenas explicam uma pequena fracção da variação total dos rendimentos, ou seja, outros factores como por exemplo, os dividendos, contribuem também para explicar aquela variação.

Assim, sendo o objectivo deste trabalho a análise da relação entre o resultado líquido positivo ou negativo anual é convicção dos autores, que o referido no parágrafo anterior, terá impacto nos resultados obtidos no estudo empírico desenvolvido.

De modo geral, a literatura teórica e empírica é consistente com a assunção de que os rendimentos anormais estão associados com os resultados e que os resultados, positivos ou negativos, também se associam com os rendimentos. Por isso, se formula a seguinte hipótese da investigação:

$H_1$  : Os resultados positivos (negativos) divulgados anualmente têm conteúdo informativo para os investidores;

$H_1^1$  : Existe uma associação significativa entre os resultados positivos (negativos) e os rendimentos anormais dos títulos na janela do evento (-15, +15).

#### 3.2 *Metodologia Utilizada*

A metodologia a utilizar neste trabalho de investigação é o denominado estudo de eventos. Esta técnica, designada normalmente por análise de rendimentos anormais, permite estudar o impacto de um qualquer evento sobre um mercado bolsista.

O eixo teórico do estudo de eventos baseia-se na teoria dos mercados eficientes, segundo a qual, um mercado é eficiente na forma semi-forte, se a cotação bolsista reflectir rápida e correctamente toda a informação posta à disposição dos investidores.

É desta base teórica que se podem apreciar as consequências de um evento particular à média das variações de preço, que se vão verificando desde o anúncio do evento. De qualquer forma, verifica-se ser raro que, num mercado, circule uma única informação, pelo que se torna difícil conhecer com exactidão e precisão, a data do anúncio.

Em tais condições, a solução consiste em isolar as variações da cotação, associadas ao estudo do anúncio do evento de factores exógenos, de forma a repor os movimentos do mercado. A técnica dos rendimentos anormais responde, de forma correcta, a tal situação.

O impacto sobre a cotação é medido, através da diferença (rendimento anormal) entre os rendimentos observados do título e o rendimento esperado do mesmo (rendimento normal).

Foi Ball e Brown (1968) e Fama et al (1969) que iniciaram a prática desta metodologia. Ball e Brown (1968) estudaram a reacção da cotação bolsista à divulgação dos resultados, tendo, como objectivo, determinar a utilidade para os investidores da publicação dos mesmos. Fama et al (1969), considerados os fundadores dos estudos de eventos, analisaram o impacto da distribuição de acções gratuitas (stock splits) sobre o mercado de capitais.

A partir daqui, foram realizados numerosos trabalhos de investigação, cujos fundamentos foram acontecimentos variadíssimos, como, por exemplo, o anúncio de resultados (Ball e Brown, 1968), anúncio de boas e más notícias sobre resultados (Wael, 2004), comportamento dos preços e volumes de negociação, no anúncio de resultados anuais (Garcia, 2005).

Embora a diversidade dos estudos efectuados seja grande, a metodologia é basicamente a mesma e compreende quatro etapas principais:

- definição dos parâmetros do estudo (o evento, a data do anúncio, a janela do acontecimento e o período a estimar);
- cálculo da taxa de rendimento esperada pelos investidores, na ausência de acontecimento, para cada título da amostra de empresas;
- sobre a janela do evento calculam-se os rendimentos anormais das acções, através da diferença entre os rendimentos observados e esperados. Estimação dos rendimentos médios, acumulados sobre toda ou parte da janela do evento;
- testes estatísticos sobre os resultados obtidos. A hipótese nula define-se como não existindo impacto sobre o mercado bolsista do evento estudado.

### 3.2.1 Rendimentos Anormais

Determinam-se, seguidamente, as reacções do mercado bolsista, associadas ao anúncio dos eventos estudados. Estas são medidas por um desvio entre as taxas observadas, durante a janela do evento e as taxas normalmente esperadas pelos investidores, na ausência de evento.

A este desvio dá-se o nome de rendimento anormal (Fama et al., 1969), sendo igual a:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \forall t \in [-15, +15] \quad (09)$$

em que,

$RA_{it}$  - Rendimento anormal do título i durante o período t;

$R_{it}$  - Rendimento do título i durante o período t;

$E(R_{it})$  - Rendimento esperado do título i durante o período t.

As taxas de rendimento esperadas das acções determinaram-se a partir do modelo de mercado. As taxas de rendimento observadas foram calculadas da seguinte forma:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}} \quad (10)$$

em que,

$P_{it}$  - Preço da acção i, durante o período t;

$P_{it-1}$  - Preço da acção i, durante o período t-1;

$D_{it}$  - Dividendo distribuído pela acção i, durante o período t.

Os preços das acções, neste trabalho de investigação, referem-se a cotações diárias, obtidas na base de dados da *Euronext Lisbon (Dathis)*, estando ajustadas aos dividendos distribuídos no momento t e de operações sobre o capital, no decurso do referido momento (*stock splits*).

Após o cálculo das rendibilidades anormais, para cada um dos títulos da amostra, a maioria das investigações realizadas procedem a um reagrupamento dos dados. Foram desenvolvidos dois métodos de agregação, um por Ball e Brown (1968), que designaram por Índice das Performances Anormais (API), outro por Fama et al (1969), que apelidaram de Rendimento Médio Acumulado (CAR).

Famas *et al* (1969) analisaram o impacto da distribuição de acções gratuitas sobre a cotação das acções. A metodologia que utilizaram consistiu em calcular, para o conjunto dos títulos que constituíam a amostra, a média dos rendimentos anormais para cada título e para cada período  $t$  do evento.

Para o período  $t$ , o RAM (rendimento anormal médio) era igual a:

$$RAM_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad (11)$$

em que,

$n$  - Número de títulos que constituíam a amostra;

$RAM_t$  - Rendimento anormal médio, no decurso do período  $t$ ;

$RA_{it}$  - Rendimento anormal da acção  $i$ , no decurso do período  $t$  (determinada a partir do modelo de mercado).

Com o objectivo de analisar o impacto sobre o evento estudado, ao longo do tempo, as rendibilidades médias, obtidas desta forma, foram acumuladas sobre todo (e part) o período do evento em análise, ou seja,

$$CAR_{x,y} = \sum_{t=x}^y RAM_t \quad (12)$$

em que,

$CAR_{x,y}$  - Rendimento anormal acumulado sobre o período da janela do evento desde a data  $x$  à data  $y$ .

Como na maioria dos estudos de eventos realizados, utiliza-se, neste artigo, a técnica desenvolvida por Fama *et al* (1969).

O cálculo de uma média com corte transversal permite a possibilidade de que os eventos em análise tenham forçosamente o mesmo impacto sobre todas as acções. Se o mercado não antecipar o efeito dos eventos, os rendimentos anormais médios, acumulados, devem ser aproximadamente nulos até à data do anúncio.

### 3.2.2 *Modelo de Análise do Conteúdo Informativo do Resultado Líquido Contabilístico Anual*

O modelo econométrico a utilizar no presente trabalho de investigação é o de Easton e Harris (1991), em que a informação implícita no anúncio de resultados, é testada através da seguinte regressão:

$$CAR_{31} = \alpha + \beta_1 \left( \frac{Res_t}{P_{t-16}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Res_t}{P_{t-16}} \right) + \varepsilon \quad (15)$$

em que,

$CAR_{31}$  - Rendimento Anormal Acumulado na janela do Evento (-15, +15);

$Res_t$  - Resultado Anual por acção do ano t;

$\Delta Res_t$  - Variação do Resultado Anual, por acção do ano t-1, para t;

$P_{t-16}$  - Preço da Acção da Empresa, no dia imediatamente anterior ao início da acumulação dos rendimentos anormais na janela do evento (-15, +15), ou seja, o 16º dia.

O resultado anual corresponde ao resultado por acção, divulgado publicamente em assembleia-geral anual. Posteriormente, foi deflacionado do preço (cotação) da acção, no dia anterior ao início da janela do evento (-16).

A variação de resultados por acção (resultado imprevisto) corresponde à diferença entre o resultado anual do exercício t e t-1. Este resultado é também deflacionado da cotação da acção verificada no dia anterior ao da análise na janela do evento (Easton e Harris, 1991). Kothari (1992) referia que a divisão do resultado, pelo preço da acção, no início de período, era essencial para uma correcta especificação da regressão rendimentos/resultados.

### 3.3 *Amostra e Estatística Descritiva*

Uma investigação coloca sempre alguns desafios em termos de recolha de dados, já que requer uma amostra ampla e, simultaneamente, informação quanto aos dados bolsistas, financeiros e de anúncio de resultados anuais.

Assim, para a realização deste trabalho, a amostra seleccionada é composta por 41 empresas (sociedades anónimas), cotadas no mercado contínuo da bolsa de valores em Portugal (Euronext Lisbon), com excepção das empresas do sector financeiro devido às particularidades contabilísticas próprias do mesmo.

A amostra de empresas não foi feita de forma aleatória, obedecendo aos seguintes critérios:

- que as empresas publicassem regularmente os relatórios e contas anuais e precedessem ao anúncio público de resultados tal como é fixado pelos artigos n.º (s) 244º, 245º, 246º do Código dos Valores Mobiliários e pelo artigo 9º do Regulamento da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários n.º 4/2004;

- as empresas pertencessem a diferentes sectores de actividade;
- estivessem cotadas no mercado contínuo.

As cotações e dados financeiros utilizados respeitam ao período compreendido entre 1998 e 2002<sup>1</sup> e foram retirados das seguintes base de dados:

- Dathis (cotações bolsistas);
- Comissão do mercado de valores mobiliários (CMVM) (publicações de relatórios e contas dos diferentes exercícios e datas das assembleias - gerais);
- Dun & Bradstreet (dados financeiros não disponíveis na base de dados anterior).

As cotações utilizadas no cálculo das taxas de rendimento são diárias (cotação de abertura). As taxas de rendimento do mercado correspondem aos rendimentos do índice PSI-20, retirados de uma das bases de dados referida no parágrafo anterior. As cotações foram ajustadas da distribuição de dividendos e de todas as operações, realizadas sobre o capital das empresas (cotações ajustadas obtidas directamente da base de dados - Dathis).

O Quadro 2 decompõe a amostra por número de empresas com resultados anuais positivos e negativos (variáveis de controlo).

**Quadro 2 - Número de observações nas várias categorias de empresas**

Empresa	Result. Positivos	%	Result. Negativos	%	Total
Empresas	141	76%	44	24%	185
Total	141		44		185

Como podemos verificar do Quadro 2, cerca de 76% das empresas evidenciaram, neste período, resultados líquidos anuais positivos.

A estatística descritiva das variáveis em análise, que compõem a amostra total, apresenta-se no Quadro 3.

**Quadro 3 - Estatística descritiva das variáveis em estudo**

Amostra Total	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão
Rendimento Anormal	0,020	92,633	-12,232	7,324
Resultados Positivos	0,185	2,126	0,008	0,279
Resultados Negativos	-0,330	-0,014	-2,528	0,495
Variação de Resultados Positivos	0,197	3,306	0,000	0,441
Variação de Resultados Negativos	-0,202	0,000	-2,667	0,359

<sup>1</sup> Seleccionou-se o período de 1998 -2002 porque o trabalho de investigação se iniciou no 1.º trimestre de 2004, sendo estes, os dados disponíveis à época.

O Quadro 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis em análise. Os valores correspondem ao período de 1998-2002 e referem-se ao rendimento anormal acumulado. Os resultados positivos/negativos correspondem aos resultados por acção dos exercícios findos em 31 de Dezembro dos anos em análise. A variação de resultados foi realizada de t-1 para t. Os valores correspondentes aos resultados e à variação de resultados foram deflacionados pelo preço da acção da empresa, no dia imediatamente anterior à janela do evento (-15, +15), ou seja, o 16º dia. A amostra total corresponde a 41 empresas cotadas na Euronext Lisbon.

Do Quadro 3 conclui-se que o rendimento anormal do total da amostra, na janela do período em análise, foi em média positiva em cerca de 2%.

Previamente à análise dos resultados obtidos, calculou-se a matriz das correlações entre as variáveis, assim como, um teste VIF (Variance Inflation Factor), com o objectivo de testar a colinearidade entre as variáveis.

O Quadro 4 apresenta os coeficientes de correlação Pearson, para as variáveis utilizadas, na análise e o teste VIF, entre as variáveis.

**Quadro 4** - Coeficientes de correlação de Pearson entre variáveis e coeficientes VIF

	Rend. Anormal	Result. Positivos	Result. Negativos	Var. Res. Positivos	Var. Res. Negativos	VIF
Rend. Anormal	1					
Result. Positivos	0,059	1				1,323
result. Negativos	0,130	a	1			2,528
Varição de Res. Positivos	0,246*	0,730**	a	1		2,016
Varição de Res. Negativos	-0,087	a	0,943**	a	1	1,813

\* - Correlação Significativa ao Nível de 5%

\*\* - Correlação Significativa ao Nível de 1%

a - Não pode ser calculada porque pelo menos uma das variáveis é constante

As correlações são normalmente baixas, exceptuando a correlação entre resultados positivos e a variação dos mesmos resultados e entre os resultados negativos e as variações dos resultados positivos e negativos. Verifica-se, ainda, que o rendimento anormal apresenta uma correlação positiva e significativa, com a variação dos resultados positivos. Os resultados positivos apresentam, também, uma correlação positiva e muito significativa, com a variação dos resultados positivos, revelando problemas de colinearidade entre estas duas variáveis. Por outro lado, os resultados negativos apresentam uma correlação positiva e significativa, com a variação dos resultados negativos, embora se verifique uma correlação significativa e negativa, com a variação dos resultados positivos.

Com o objectivo de testar a colinearidade entre variáveis, realizou-se um teste VIF, podendo-se concluir dos resultados obtidos, que não deverão verificar-se problemas de colinearidade, visto os valores obtidos serem bastante inferiores a 10 (Kennedy, 1998).

#### 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Os output do teste da hipótese de investigação  $H_1$  são apresentados no Quadro 5.

**Quadro 5 - Resultados obtidos - amostra total**

Amostra Total	CAR 31				
	$\alpha ()$	$\beta_1$	$\beta_2$	R2Ajust	F ()
Resultados Positivos	-0,147 (-0,889)	-6,751 (0,145)	7,21** (0,015)	0,063	3,227** (0,0046)
Resultados Negativos	1,569 (0,214)	28,243*** (0,000)	-38,432*** (0,000)	0,373	10,503*** (0,000)

O Quadro 5 reporta os resultados obtidos na estimação dos modelos anteriormente referenciados, ou seja,

$$CAR_{31} = \alpha + \beta_1 \left( \frac{Res_t}{P_{t-16}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Res_t}{P_{t-16}} \right)$$

Em que:

\* - Nível de Significância ao nível de 10%;

\*\* - Nível de Significância ao nível de 5%;

\*\*\* - Nível de Significância ao nível de 1%;

a - Coeficiente estimado reporta-se em associação com o teste t de Student indicado abaixo e entre parêntesis;

b - O valor de p (p-value) reporta-se entre parêntesis.

Utilizando o método dos mínimos quadrados, os modelos de regressão do rendimento anormal, na janela do evento (31 dias), evidenciam resultados positivos e significativos. No caso dos resultados positivos, a estatística F apresenta um valor igual a 3,227 (significativa ao nível de 0,046) e, no caso dos resultados negativos, evidenciam um valor de 10,503 (significativo ao nível de 0,000). O

poder explicativo é relativamente baixo, no caso dos resultados positivos ( $R^2=0,063$ ), embora os resultados negativos evidenciem elevado poder explicativo ( $R^2=0,373$ ).

Realizou-se o teste VIF aos modelos e verifica-se que, no caso dos resultados positivos, não existem problemas de colinearidade. No caso dos resultados negativos, os valores encontrados são elevados, no entanto, inferiores a 10. Porém, este resultado, combinado com o facto de tanto o modelo, assim como as variáveis serem significativas, reduz substancialmente o problema dos efeitos da multicolinearidade.

Consistente com os trabalhos científicos anteriormente realizados, os resultados obtidos na análise do conteúdo informativo da divulgação dos resultados anuais de 41 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, permite concluir que o anúncio dos resultados anuais está associado, de forma significativa, aos rendimentos anormais dos títulos.

Atendendo à sua consistência com anteriores trabalhos de investigação, conclui-se igualmente que o poder explicativo ( $R^2$  ajustado), das variáveis que compõem os resultados positivos, é relativamente baixa, variando entre 0,01 e 0,05 (Lev, 1989). Em relação às variáveis componentes dos resultados negativos, o poder explicativo é superior, variando entre 0,373 e 0,593.

Por isso, a hipótese de investigação ( $H_1^1$ ), de associação entre as variáveis de resultados positivos/negativos e os rendimentos anormais dos títulos, na janela do evento ( $CAR_{31}$ ), durante a divulgação de resultados anuais, não é rejeitada. Um resultado muito interessante desta análise prende-se com a natureza da resposta dos títulos às variáveis de resultados que difere, significativamente, entre o facto de os resultados serem positivos ou negativos. Os resultados positivos estão relacionados com os rendimentos anormais, ao nível da sua variação, enquanto que os resultados negativos se relacionam com nível de resultados divulgados e com a variação dos mesmos. Interpreta-se este facto como indicativo de que os investidores, quando os resultados são negativos, analisam a dimensão do resultado e as alterações verificadas nos mesmos. Enquanto que, em relação aos resultados positivos, os investidores analisam as alterações verificadas, isto é, efectuam a comparação com os resultados divulgados no ano anterior.

Este facto é consistente com a reacção dos investidores, pois tratam os resultados negativos nas duas componentes - nível e variação - como resultados inesperados, mas, no caso dos resultados positivos, consideram os resultados como permanentes e respondem às variações dos mesmos, como sendo inesperados (Ali e Zarowin, 1992).

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo procurou compreender se os resultados anuais se encontram associados com o rendimento bolsista. Procurou-se, aqui, seguir os estudos internacionalmente realizados sobre a matéria. Em termos gerais no presente estudo, os resultados obtidos evidenciam os seguintes aspectos:

- os resultados positivos e negativos estão fortemente associados com o rendimento das acções na *Euronext Lisbon*, no período em análise;
- a resposta do mercado, em relação ao anúncio de resultados positivos, é feita, através da variação dos mesmos;
- em relação ao anúncio de resultados negativos, a natureza da relação é feita, através do nível e da variação de resultados negativos;
- conclui-se que a divulgação de resultados revela possuir conteúdo informativo, embora os resultados das regressões evidenciem que os factores de contexto afectam, certamente, a resposta ao anúncio dos mesmos.

As constatações apresentadas no presente estudo acrescem a um corpo de literatura caracterizado por apresentar evidências nem sempre concordantes entre si. Ao estudo, em si, podem ser tributadas três contribuições principais: a informação proporcionada pelo resultado líquido anual nas empresas cotadas no mercado de capitais em Portugal, as expectativas sobre os mesmos e a eficiência do mercado.

O primeiro factor atrás referido constitui a variável central do interesse da investigação, na área. Ao examinar-se a associação entre resultados e resultados imprevistos sobre os rendimentos, concluiu-se que os resultados positivos estão associados com a variação dos mesmos e que os negativos se associam com os resultados e a sua variação.

No entanto, a teoria diz-nos que pode acontecer (como sucedeu neste trabalho empírico) que os resultados divulgados podem não explicar totalmente o mercado de capitais, isto é, podem aqui intervir factores diversos, como os reportes na imprensa da especialidade, alterações súbitas, ao nível macroeconómico ou formas específicas de anúncios, de certo tipo de empresas. Por outro lado, os resultados podem ser considerados pelos investidores como uma medida incompleta de análise do rendimento das empresas, num período específico ou por que é uma medida conservadora e, ainda, os participantes no mercado de capitais podem entender que os resultados podem ser manipulados, a um ponto tal, que não sejam verdadeiros indicadores da performance das empresas.

Outro elemento importante da relação entre resultados e rendimentos refere-se à nova informação, veiculada pelos resultados (resultados inesperados). Se o mercado for evoluído, então a fonte de base de análise dos resultados futuros é, normalmente, a informação sobre preços - alvo reportado pelos analistas financeiros. Mas se tal não acontecer, ou se essa fonte não for credível, então, a variação dos mesmos pode ser o elemento fulcral de análise sobre as expectativas de resultados futuros.

O terceiro factor diz respeito à eficiência do mercado, isto é, refere-se ao alcance da informação que os preços reflectem e o grau de reacção dos preços dos títulos, isto é, a rapidez, a sobre e sub - reacção à nova informação, assim como os resultados imprevistos. A eficiência do mercado não assume que os mercados de capitais são omniscientes, isto é, os preços reflectem somente a informação reflectida para o mercado. Embora a eficiência do mercado assuma que os preços são prescientes, as surpresas acontecem neste mundo de incerteza. A eficiência dos mercados não é um valor absoluto, mas uma questão de grau, que permite avaliar como os preços reflectem a informação e com que velocidade os preços reagem e procuram novos níveis de equilíbrio, ou seja, um mercado com elevado grau de eficiência, em relação aos resultados contabilísticos divulgados, deverá reagir rápida e completamente, logo que a informação sobre aqueles esteja disponível.

As principais limitações deste trabalho de investigação relacionam-se com:

- a eficiência do mercado, isto é, assumiu-se que todas as empresas que intervieram neste estudo têm investidores e informação homogénea;
- o trabalho desenvolvido sugere que os investidores e analistas reagem de forma ineficiente à informação contabilística e financeira, perspectiva idêntica a estudos anteriormente realizados, que concluíram, no sentido de que os investidores reagem de forma ineficiente à utilização da informação sobre resultados (Bernard e Thomas, 1990). Por isso, a investigação sobre o assunto, deve focar especial atenção na informação proporcionada pelos sinais relacionados com a fiabilidade dos resultados e eventuais manipulações dos mesmos;
- a amostra constituída por 41 empresas, cotadas em bolsa e que cumprem os requisitos no que diz respeito à divulgação de resultados, mas uma amostra de dimensão superior permitiria, certamente, obter resultados estatísticos mais fiáveis, e desta forma, melhorar a generalização dos resultados da investigação.

Seria importante conjugar, em futura investigação, a análise do conteúdo informativo do resultado anual e o montante de dividendos anunciados. Uma análise multivariada, que incluísse o anúncio do resultado, por acção, divulgado em assembleia-geral, com a dimensão da empresa e o montante por acção de dividendos distribuídos, seria, certamente, uma fonte de conclusões estatisticamente mais relevantes do que as aqui veiculadas. Outra área relevante seria investigar o conteúdo informativo do resultado anual, por sectores de actividade e, ainda, a divulgação de resultados trimestrais.

## REFERÊNCIAS

### *Livros*

- KENNEDY, P. (1998). *A guide to econometrics*, Blackwell, 4.<sup>a</sup> Edição, Oxford: Oxford Ed.;
- LOPES, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*, São Paulo: Pioneira Thomson Learning.

### *Artigos em revistas*

- ALI, A. e P. ZAROWIN (1992). "The role of earnings levels in annual earnings-returns studies", in *Journal of accounting research*, 30, n.º 2, p. 286-297;
- ARCAS, M. J. e W. REES (1999). "Regularities in the equity price response to earnings announcements in Spain", in Vários, *The European accounting review*, 8, p. 585-607;
- BALL, R. e P. BROWN (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers", in *Journal of accounting research*, 6, p. 159-178;
- BAMBER, L. S., et al (2000). "Do we really "know" what we think we know? A case study of seminal research and its subsequent overgeneralization", in Vários, *Accounting, organizations and society*, 25, p. 103-129;
- BEAVER, W. (1968). "The information content of annual earnings announcements", in *Journal of accounting research*, 6, supplement, p. 67-92;
- BROWN, P. (1970). "The impact of the annual net profit report on the stock market", in Vários, *Australian accountant*, p. 272-282;
- CHAN, H., et al (2005). "Firm size and the information content of annual earnings announcements: Australian evidence", in *Journal of business finance and accounting*, 32, n.º 1, p. 211-253;
- CHARITOU, A. e C. CLUBB (1999). "Earnings, cash flow and security returns over long return intervals: analysis and UK evidence", in *Journal of business finance and accounting*, 26, p. 283-312;
- CHARITOU, A., et al (2001). "The effect of earnings permanence, growth and firm size on the usefulness of cash flows and earnings in explaining security returns: empirical evidence for the U.K.", in *Journal of business finance and accounting*, 28, n.º 5, p. 563-594;
- CHEN, G., et al (2002). "The information content of concurrently announced earnings, cash dividends and stock dividends: an investigation of the Chinese stock market", in *Journal of international financial management and accounting*, 13, 2, p. 101-124;

- EASTON, S. (1991). "Earnings and dividends: is there an interaction effect?" in *Journal of business, finance and accounting*, 18, p. 255-266;
- EASTON, P. e T. HARRIS (1991). "Earnings as an explanatory variables for returns", in *Journal of accounting research*, 29, n.º 1, p. 19-36;
- ELSHARKAWY, A. e N. GARROD (1996). "The impact of investor sophistication on prices responses to earnings news", in *Journal of business finance and accounting*, 23, p. 221-235;
- EMANUEL, D. (1984). "The information content of sign and size of earnings announcements: New Zealand evidence", in Vários, *Accounting and finance*, November, p. 25-43;
- FAMA, E., et al (1969). "The adjustment of stocks prices to new information", in Vários, *International economic review*, 10, p. 1-21;
- FIRTH, M. (1981). "The relative information content of the release of financial data by firms", in *Journal of accounting research*, autumn, p. 521-529;
- FRIED, D. e D. GIVOLY (1982). "Financial analysts' forecasts of earnings: a better surrogate for market expectations", in *Journal of accounting and economics*, 4, p. 85-107;
- GAJEWSKI, J. F. e B QUÉRÉ (2001). "The information content of earnings and turnover announcements in France", in Vários, *European accounting review*, 10, p. 679-704;
- GARCIA, S. S. (2006). "Comportamiento de los precios y volúmenes de negociación ante anuncios de beneficios anuales", in Vários, *Working paper*, Universidad de Alicante, p. 32-64;
- GAO, Y. e Y. K. TSE (2004). "Market segmentation and information values of earnings announcements: some empirical evidence from an event study on the Chinese stock market", in Vários, *International review of economics and finance*, 13, p. 455-474;
- HARRIS, T. S., et al (1994). "The value-relevance of German accounting measures: an empirical analysis", in *Journal of accounting research*, 32, p. 187-209;
- HAWAWINI, G. A. e A. VORA (1984). "Proportional versus logarithmic models of asset pricing", in Vários, *Finance*, 5, p. 117-142;
- HOW, J. C. Y., et al (1992). "The interaction effect of earnings and dividend announcements on share prices: Australian evidence", in Vários, *Managerial finance*, 18, p. 22-33;
- JERMAKOWICZ, E. K. e S. G. TOMASZEWSKI (1998). "Information content of earnings in the emerging capital market: evidence from the Warsaw stock exchange", in *Multinational finance journal*, 2, n.º 4, p. 245-267;

- JINDRICOVSKA, I. e S. McLEAY (2005). "Accounting of good news and accounting of bad news: some empirical evidence from the Czech Republic", in Vários, *European accounting review*, 14, 3, p. 635-655;
- KALLUNKI, J. (1996). "Stock returns and earnings announcements in Finland", in Vários, *The European accounting review*, 5, p. 199-216;
- KANE, A., et al (1984). "Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?", in *Journal of finance*, 39, p. 1091-1099;
- KOTHARI, S. P. (1992). "Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings: earnings level versus earnings changes specifications and alternative deflators", in *Journal of accounting and economics*, 15, p. 173-202;
- LAURENT M. P. (2000). "The effect of earnings release for Belgian listed companies", in Vários, *Working paper (wp-c):* n.º 03/005, Université libre de Bruxelles, p. 1-15;
- LEFTWICH, R. e M. E. ZMIJEWSKI (1994). "Contemporaneous announcements of dividends and earnings", in *Journal of accounting, auditing and finance*, 9, p. 725-764;
- LEV, B. (1989). "On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research", in *Journal of accounting research*, 27, p. 153-192;
- LO, K. e T. LYS (2000). "Bridging the gap between value relevance and information content", in Vários, *Working paper*, University of British Columbia and Northwestern University;
- O'CONNELL, V. (1995). "The information content of security prices on the Irish stock exchange", in Vários, *British accounting review*, 27, p. 311-324;
- ODABASI, A. (1998). "Security returns` reactions to earnings announcements: a case study on the Istanbul stock exchange", in Vários, *Review of social, economic and administrative studies*, 12, p. 3-19;
- PLENBORG, T. (1999). "An examination of the information content of Danish earnings and cash flows", in Vários, *Accounting and business research*, 30, p. 43-55;
- POPE, P. e G. INYANGETE (1992). "Differential information, the variability of UK stock, returns and earnings announcements", in *Journal of business finance and accounting*, 19, p. 603-623;
- SPONHOLTZ, C. (2005). "The information content of earnings announcements in Denmark", in Vários, *Working paper*, University of Aarhus, Dinamarca;
- WAEL, L (2004). "Market reaction to annual earnings announcements: the case of euronext Paris", in Vários, *Working paper*, Université de Perpignan, p. 1-35.