

DIVULGAÇÃO DE RESULTADOS ANUAIS E RENDIMENTO DE ACCÇÕES

António José dos Santos Morão Lourenço

Escola Superior de Gestão do Instituto Politécnico de Santarém

antonio.lourenco@esg.ipsantarem.pt

Maria Manuela M.S. Sarmento Coelho

Universidade Lusíada e Academia Militar

manuela.sarmiento@bizturis.com

RESUMO: Neste artigo analisa-se empiricamente o efeito da divulgação do resultado líquido contabilístico anual no mercado bolsista português. Examina-se o comportamento dos preços das acções quando a divulgação de resultados é feita pelos gestores e quando da assembleia geral anual das empresas.

Os resultados obtidos, numa janela compreendida entre 15 dias antes do anúncio dos resultados e 15 dias após aquela data, mostram que:

- (a) No dia da divulgação anual de resultados feita pelos gestores das empresas têm efeitos positivos e negativos que não são significativos;
- (b) Quando a divulgação é feita através de assembleia-geral anual evidencia idênticos efeitos não significativos na data da mesma, com excepção do exercício de 1999;
- (c) Os rendimentos anormais acumulados na janela compreendida entre o 2º dia após o evento e o 15º dia são sempre significativos seja qual for o evento seleccionado.

PALAVRAS-CHAVE: Rendimentos Anormais de Acções; Relevância dos Resultados Líquidos Contabilísticos Anuais; Estudo de Eventos financeiros; Divulgação Pública de Resultados Anuais; Cotação Bolsista.

ABSTRACT: In this article we analyse empirically the effects of the annual earnings announcements in the Portuguese stock market. We analyse the behaviour of share prices in two different dates: the date of the public announcement by management and later on, the date of the general shareholders annual meeting.

The results taken in a window that begins 15 days prior the annual earnings announcement and 15 days after that date show:

- (a) Press release of annual earnings announcements made by management of the companies has positive and negative effects on share prices but without statistical significance;
- (b) When annual earnings are announced in general shareholders meeting, the same effect occurs except for the year of 1999;
- (c) Accumulated abnormal returns in the event window between the second and the fifteen day has always significance in both events.

KEY – WORDS: Abnormal returns; Relevance of Annual Net Income; Annual Earnings Announcements; Event Studies; Share Prices.

1. INTRODUÇÃO

A investigação sobre a avaliação bolsista desenvolveu-se, nos Estados Unidos, desde o fim dos anos sessenta, a partir da seguinte hipótese: os investidores determinam as suas estratégias de investimento, com base nas publicações de resultados anuais, semestrais ou trimestrais. Esta corrente do pensamento inscreveu-se na lógica da criação do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (1978), que tinha, como principal objectivo da contabilidade financeira, a publicação de resultados, com a finalidade de promover e ajudar os investidores na avaliação das empresas.

Sinteticamente, a investigação realizada sobre este assunto, no fim dos anos sessenta e setenta, centrou-se em torno de duas importantes abordagens.

A primeira deteve-se na verificação de uma eventual reacção das cotações ao anúncio de resultados, tendo como objectivo provar que os investidores modificam as suas previsões após conhecerem os resultados publicados. Estes trabalhos concluíram que, geralmente, existe um ajustamento da cotação, após a publicação de resultados.

A segunda abordagem analisou a utilidade dos resultados na apreciação realizada pelos investidores dos títulos das empresas, através da capacidade explicativa das cotações bolsistas. Neste caso, não se tratou de apreciar a pertinência do resultado para avaliar as acções, mas de determinar, em que medida, o resultado poderia substituir-se ao conjunto de informações utilizadas pelos investidores para tomarem uma decisão de investimento.

A utilidade dos resultados contabilísticos foi estudada, a partir de uma eventual reacção do mercado bolsista à publicação de resultados. Essa reacção fornecia indicações de como os investidores revêem as suas previsões e modificavam a composição das suas carteiras, logo que tomavam conhecimento dos resultados publicados. Esta análise empírica consubstanciou-se e inspirou-se directamente nos trabalhos pioneiros de Ball e Brown (1968), Beaver (1968).

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. Por um lado, tem-se desenvolvido muito a pesquisa sobre esta temática em mercados bolsistas diversos e em distintos mercados financeiros dentro de

um mesmo país; por outro lado, este tema tem também sido analisado sobre diferentes pontos de vista: o da distribuição de dividendos e os seus efeitos nos anúncios, sobre o efeito da dimensão da empresa, o efeito da divulgação antecipada de resultados, a influência do reporte de prejuízos, *timeless* dos resultados e práticas contabilísticas conservadoras, a manipulação e qualidade dos resultados divulgados, a comparação com a divulgação dos fluxos de caixa, os volumes de transacção das acções ao redor dos anúncios e, ainda, outras formas distintas.

Contudo, parece ser consensual que nenhuma destas explicitações clarificou, 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 evidenciaram que existe, de facto, um maior efeito dos resultados divulgados do que os reportados no trabalho de Beaver (1968).

Bamber *et al.* (2000) sintetizaram este facto em dois aspectos principais, os quais também se subscreeve: 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* (NYSE).

Bamber *et al.* (2000) referia, ainda, que a maioria dos anúncios de resultados não proporcionavam informação ao mercado, porque esta foi antecipadamente “apropriada” (Bamber *et al.*), 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.

Este estudo estrutura-se do seguinte modo: na secção 2 discute-se a literatura considerada relevante, na secção 3 apresenta-se a metodologia utilizada e a amostra de

dados, na secção 4 apresentam-se os resultados empíricos. Finalmente, na secção 5 apresentam-se conclusões.

2. ANÚNCIO DE RESULTADOS LÍQUIDOS ANUAIS E RENDIMENTO ANORMAL DAS ACÇÕES: ANÁLISE DA LITERATURA

Ball e Brown (1968) estudaram as reacções do mercado, a partir do comportamento anormal dos rendimentos bolsistas (excessos de rendibilidade). Consideraram, então, que os resultados seriam úteis para os investidores, se o mercado reagisse positivamente a anúncios favoráveis e, inversamente, no caso de publicações decepcionantes. Estes autores analisaram, no período entre 1957 e 1965, o impacto das publicações anuais de resultados sobre as cotações bolsistas de 261 empresas americanas, cotadas no mercado de Nova York.

Ball e Brown (1968) constataram que as empresas que apresentaram resultados decepcionantes viram a rendibilidade das acções seleccionadas diminuir anormalmente nos 12 meses subsequentes à publicação daqueles. Inversamente, aumentava nas empresas que publicavam resultados imprevistos. Concluíram, então, que a informação contida nos resultados anuais era útil, porque se os rendimentos actuais diferissem dos rendimentos esperados, o mercado reagiria sistematicamente na mesma direcção.

Por outro lado, estes investigadores constataram, ainda que, os ajustamentos às cotações observadas no momento do anúncio de resultados eram relativamente fracos e que os mesmos eram, em grande parte, antecipados antes daquela data (85% a 90% da informação contida no resultado anual eram incorporados na cotação pelo menos 12 meses antes da publicação).

Este trabalho foi verdadeiramente a origem da investigação que visou clarificar o processo de avaliação bolsista. Os investigadores definiram, pela primeira vez, o conceito de “utilidade de informação” para os investidores e propuseram uma metodologia rigorosa, fundada na teoria dos mercados eficientes. Pode-se, no entanto, refutar esta análise, por não ser suficientemente precisa, na medida em que, tendo trabalhado com dados bolsistas mensais, não permitiu conhecer o momento exacto em que o mercado reagia a essa informação, isto é, os ajustamentos das cotações não estavam relacionados com o momento exacto da divulgação.

Beaver (1968) analisou a variância das taxas de rendimento anormal e o volume de transacções, isto é, comparou a semana da publicação dos resultados com aquelas em que não houve divulgação. Esta investigação foi realizada no período entre 1961 e 1965, utilizando uma amostra de 143 empresas (506 anúncios de resultados), tendo o autor definido uma janela do evento de 17 semanas, centrado à volta da data da publicação de resultados.

O método utilizado por este investigador, na comparação de variâncias e de volumes de transacção, quando comparados com a técnica do estudo de eventos, revelou-se muito mais simples, visto que não necessitava da definição de um modelo de previsão de resultados futuros. Por outro lado, a utilização de dados semanais permitiu estudar o impacto dos anúncios anuais de resultados com maior grau de precisão. Todavia, este método revelou fragilidades, pois não se fundamentou em bases teóricas muito sólidas. A teoria da eficiência dos mercados permite obter indicações sobre o efeito de ajustamento das cotações, ligada à publicação de informação útil à avaliação bolsista, mas não significa, de qualquer modo, a existência de maior actividade no mercado no momento do anúncio.

Os anos setenta foram marcados por um conjunto de investigações que replicaram estudos anteriormente feitos noutras bolsas ou foram aplicados à divulgação de outro tipo de resultados, nomeadamente, semestrais e trimestrais.

A partir dos anos oitenta, o objectivo central da investigação passou a analisar a existência de uma relação linear entre o conteúdo informativo do resultado e os ajustamentos das cotações bolsistas. Assentaram primordialmente em determinar até que ponto os resultados anuais explicavam as variações de preços observadas nas datas das publicações, ou seja, procurou-se medir o poder explicativo ou a contribuição informativa dos anúncios de resultados na avaliação de acções.

Este conjunto de estudos foi inicialmente desenvolvido por Beaver *et al.* (1979) e pretendiam atingir propósitos absolutamente diferentes dos trabalhos anteriores, isto é, detiveram-se na análise da importância da relação entre os ajustamentos das cotações e o conteúdo informativo do resultado anual. Para estes investigadores, interessava fundamentalmente o valor do resultado publicado e não o conteúdo da notícia (boa ou má).

Neste trabalho empírico, Beaver *et al.* (1979) investigaram a importância do conteúdo informativo das publicações de resultados, tendo analisado a hipótese de existência de uma relação linear entre os excessos de rendimento e a importância dos

erros de previsão, que foram estimados a partir dos dois modelos de previsão (de resultados), anteriormente propostos por Ball e Brown (1968). Este trabalho baseou-se numa amostra de 276 empresas americanas e incidiu sobre o período entre 1965 e 1974, sobre o qual construíram 25 portafólios para, desta forma, calcularem os rendimentos anormais médios acumulados. Os coeficientes estimados (teste t de Student) eram estatisticamente significativos ao nível de 10%, indicando a existência de uma relação entre a importância dos resultados imprevistos e os rendimentos anormais. No entanto, os autores acreditavam que os resultados que obtiveram estavam subavaliados, devido a erros no cálculo dos resultados imprevistos, por deficiente especificação do modelo de previsão ou por determinação incorrecta das datas dos anúncios.

O primeiro modelo de análise procurou explicar as variações anormais das cotações bolsistas através da informação proporcionada pelos resultados. O segundo modelo conceptual, formalizado por Collins e Kothari (1989), partia do pressuposto que os investidores se apoiavam nos resultados para preverem dividendos futuros. O terceiro, proposto por Beaver *et al.* (1980), e por Easton e Harris (1991), consideravam que os ajustamentos das cotações estavam directamente relacionados com os resultados realizados.

Fosse qual fosse o modelo escolhido, colocava-se também a questão da escolha do intervalo de tempo a considerar na data da publicação dos resultados, visto poder-se correr o risco de sub (sobre) avaliação da contribuição informativa daqueles.

Os períodos de curta duração (entre 2 e 5 dias) – que se passa a designar por janela do evento – foram cronologicamente analisadas, nomeadamente pelos trabalhos de Hagerman *et al.* (1984) Swaminathan e Weintrop (1991).

Swaminathan e Weintrop (1991) investigaram a contribuição informativa dos resultados trimestrais numa janela de dois dias, isto é, o dia da publicação de resultados no *Wall Street Journal* e o dia seguinte. Seleccionaram uma amostra de 218 empresas, no período que decorreu entre 1980 e 1983. Calcularam, então, os resultados imprevistos a partir das previsões feitas pelos analistas financeiros, tendo obtido resultados relativamente fracos, isto é, o coeficiente de determinação (R^2) foi de 3%.

As janelas de longa duração foram também avaliadas através das investigações de Collins e Kothari (1989), Easton e Harris (1991).

Collins e Kothari (1989) pretenderam justificar, na investigação desenvolvida, a existência de uma relação entre a cotação bolsista e o resultado anual. Consideraram que

os investidores se apoiavam nos resultados para avaliarem fluxos futuros de dividendos. Com o objectivo de analisarem a contribuição informativa dos resultados, utilizaram um período de 12 meses, centrado no fim do exercício anual, tendo estimado as seguintes regressões:

$$\frac{Res_{it} - Res_{it-1}}{P_{it-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{it-1} + \gamma_2 R_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$\frac{Res_{it} - Res_{it-1}}{Res_{it-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 R_{it-1} + \gamma_2 R_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

em que,

R_{it}, R_{it-1} - Rendimentos brutos da acção i no período t e t-1;

Res_{it}, Res_{it-1} - Resultados da empresa i durante os períodos t e t-1.

Nos resultados encontrados pelos autores, os coeficientes de determinação situaram-se entre 3,56% e 6,9%, concluindo que a escolha da janela do evento influenciava significativamente o R^2 estimado.

Easton e Harris (1991) verificaram a associação entre as cotações e os resultados, utilizando dois tipos de medidas: o resultado publicado e a variação do mesmo, deflacionados da cotação das acções no início do período.

Estimaram as seguintes regressões:

$$\frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Res_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Res_{it} - Res_{it-1}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que,

P_{it}, P_{it-1} - Cotação da acção i no período t e t-1;

Res_{it}, Res_{it-1} - Resultados divulgados pela empresa i nos períodos t e t-1;

D_{it} - Dividendo distribuído da acção i durante o período t.

A amostra do trabalho empírico correspondeu a 20.188 observações, no período compreendido entre 1969 e 1986, situando-se os R^2 entre 4% e 7,5%. Por outro lado, os coeficientes de determinação anuais, calculados na primeira regressão foram, em 74% dos casos, superiores aos obtidos na segunda. O valor dos resultados anuais deflacionados das cotações evidenciou ser a medida mais pertinente, no que diz respeito à explicação da variação das taxas de rendimento. Com objectivo de testarem se o rendimento anormal das acções estava associada às duas variáveis de resultado, Easton e Harris (1991) efectuaram ainda a seguinte regressão múltipla:

$$R_{jt} = \gamma_{t0} + \gamma_{t1} \left(\frac{Res_{jt}}{P_{jt-1}} \right) + \gamma_{t2} \left(\frac{Res_{jt} - Res_{jt-1}}{P_{jt-1}} \right) + \varepsilon_{jt3} \quad (5)$$

em que,

R_{jt} - Rendimento da acção j durante o ano t;

Res_{jt}, Res_{jt-1} - Resultado publicado pela empresa j para os anos t e t-1;

P_{jt-1} - Cotação da acção j no início do período t.

Os investigadores, usando o modelo de mercado, substituíram o rendimento bruto pelo rendimento anormal das acções. As taxas mensais obtidas foram acumuladas durante 12 meses, isto é, 9 meses antes e 3 meses depois da data de publicação dos estados financeiros anuais. Seguidamente, realizaram a seguinte regressão, no pressuposto de que os resultados se comportavam como se os previstos para o ano t fossem iguais aos obtidos no ano transacto (essa variação correspondia aos resultados imprevistos):

$$CAR_{jt} = \gamma_{t0} + \gamma_{t1} \left(\frac{Res_{jt}}{P_{jt-1}} \right) + \gamma_{t2} \left(\frac{Res_{jt} - Res_{jt-1}}{P_{jt-1}} \right) + \varepsilon_{jt3} \quad (6)$$

em que,

CAR_{jt} - Rendimentos anormais acumulados da acção j no período de (-9, +3).

As duas regressões anteriores (5 e 6) conduziram a resultados muito semelhantes, obtendo um R^2 à volta dos 8%.

Posteriormente, a investigação pretendeu melhorar os coeficientes de determinação obtidos, centrando-se nos seguintes aspectos: a instabilidade dos coeficientes de regressão, o risco de se terem calculado de forma errada os resultados imprevistos, a manipulação dos mesmos, e o desfasamento temporal entre o anúncio daqueles e a reacção das cotações bolsistas.

Em termos gerais, a investigação retirou conclusões que vieram atenuar os efeitos negativos anteriormente descritos, isto é, a obtenção de baixos coeficientes de determinação. O impacto da instabilidade dos coeficientes de regressão no que concerne à relação entre a cotação e o resultado poderia ser reduzido, logo que, fossem levados em conta os factores que influenciavam os coeficientes (a taxa de juro sem risco, a taxa de crescimento dos resultados, a capacidade dos resultados passados influenciarem os futuros e o tipo de informação publicada quando do anúncio dos resultados).

O risco de errar o cálculo dos resultados imprevistos poderia ser minorado, através da utilização de portefólios ou pela separação entre as componentes duráveis e provisórias dos resultados. A inexactidão das informações contabilísticas publicadas poderia ser sempre corrigida, desde que fosse assumida a existência de eventuais manipulações de resultados.

Finalmente, a duração temporal entre o momento de divulgação da informação e o momento em que as cotações se ajustavam, poderia ser ultrapassada com a utilização de horizontes temporais superiores à duração de um exercício.

A reacção das cotações e a associação com a publicação de resultados tem sido também analisada em diversos mercados bolsistas. 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. Concluíram, que no mercado polaco os resultados anuais divulgados constituíam um elemento importante, no processo de avaliação das acções.

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 acções 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). 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 acções numa janela de curta duração.

No mercado espanhol como Arcas e Rees (1999), detectaram que os anúncios de resultados vêm normalmente acompanhados de rendibilidades médias significativas, com incremento da volatilidade e assimetria informativa nos dias que rodeiam os anúncios. Idênticos resultados foram reportados por Garcia (2006), também no mercado espanhol.

Em França, Gajewski e Queré (2001) e Wael (2004), tendo o 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).

Na secção seguinte discute-se a hipótese a investigar, metodologia utilizada, assim como, a amostra seleccionada.

3. METODOLOGIA E SELECÇÃO DA AMOSTRA

3.1 HIPÓTESE DA INVESTIGAÇÃO

A literatura conceptual refere que os resultados são, sem dúvida, o dado que mais interesse tem despertado, por parte dos utilizadores da contabilidade financeira e, em particular, dos investidores nos mercados de capitais.

É importante assinalar que a magnitude dos resultados contabilísticos é de grande utilidade, na tomada de decisões dos investidores, porque lhes permitem obter informação, acerca dos fluxos futuros de caixa e do risco associado aos mesmos.

Numerosos estudos empíricos foram desenvolvidos nesta área da investigação, desde os trabalhos pioneiros de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) em diversos mercados bolsistas.

Assim, a literatura teórica e empírica é consistente com a assunção de que o anúncio de resultados anuais tem incidência na cotação bolsista, o que permite formular a seguinte hipótese de investigação:

H_1 : O anúncio de resultados anuais tem incidência na cotação bolsista.

H_1^1 : Existe, pelo menos, uma rendibilidade anormal média estatisticamente significativa, no período (janela) do evento (-15, +15);

H_1^2 : Existe, pelo menos, uma rendibilidade anormal acumulada estatisticamente significativa no período (janela) do evento (-15, +15).

3.2 METODOLOGIA UTILIZADA

3.2.1 O ESTUDO DE EVENTOS

Este estudo empírico consiste em analisar a reacção da cotação bolsista, associada à divulgação do resultado anual das empresas. A metodologia utilizada, normalmente, neste tipo de abordagem, é o denominado estudo de acontecimento (estudo de evento). 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 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 componente imprevista dos resultados, tendo, como objectivo, determinar a utilidade para os investidores da publicação de resultados. 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, 2006).

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.

3.2.2 OS EVENTOS

Verifica-se ser necessário identificar, de maneira precisa, o evento em análise. Acontece, normalmente, que dois ou mais eventos possam ser anunciados quase em simultâneo, sendo o caso mais corrente o anúncio de dividendos, que acompanha o dos resultados anuais das empresas. Afigura-se, por isso, difícil determinar o evento a que se devem os rendimentos anormais.

Os eventos em análise, no âmbito deste trabalho, referem-se à divulgação pública dos resultados anuais, feitos pelos gestores das empresas e à divulgação através da assembleia-geral ordinária.

O estudo é plurianual, reportando-se aos exercícios de 1998 a 2002.

3.2.3 AS DATAS DOS ANÚNCIOS

Após a identificação do evento, deve conhecer-se a data exacta em que aquela informação aparece, pela primeira vez, no mercado. Uma especificação errada da data do anúncio corre o risco de enviesar os resultados a obter.

A utilização de uma data posterior à do anúncio pode conduzir à aceitação da hipótese nula (o evento não tem qualquer impacto sobre o mercado), na medida em que toda a informação está já integrada na cotação do título. Por outro lado, os estudos empíricos, realizados por Brown e Warner (1980) e por Dyckman *et al.* (1984) indicam que o poder explicativo dos testes da hipótese nula diminui consideravelmente, se a data do evento não for identificada de forma correcta.

Em certos eventos, existe alguma dificuldade na identificação da data exacta do anúncio. Para se evitar este problema, a solução consiste em estudar a reacção do mercado, num intervalo de tempo que rodeia a data do anúncio (janela do evento).

A maior parte dos estudos, levados a cabo nos EUA sobre esta temática, tomam como base a data de publicação no *Wall Street Journal*.

Em Portugal, na ausência de um jornal similar, realizou-se o estudo, a partir da data da assembleia-geral ordinária e da data de divulgação pública dos resultados pelos gestores das empresas (anúncio na *Reuters*).

A regulamentação portuguesa, em termos de comunicação financeira, permite-nos reter duas datas para os eventuais anúncios de resultados: a data da assembleia-geral ordinária e a da publicação, no boletim de anúncios obrigatórios da Bolsa. Dado que, a partir de 2002, deixou de ser obrigatória a publicação, no boletim da bolsa, tomou-se

como base a publicação dos resultados através da *press release* (divulgado na *Reuters*) e a assembleia-geral das empresas, que fazem parte da amostra.

Neste estudo, a data da divulgação pública feita pelos gestores das empresas, seleccionou-se a *Reuters* por duas razões principais:

- Esta base de dados evidencia, como principal vantagem, o facto das notícias serem reportadas no momento seguinte ao anúncio dos resultados e,
- A grande maioria dos operadores da bolsa (*Euronext Lisbon*) utiliza esta base de dados.

As datas de divulgação pública foram recolhidas manualmente na *Reuters* Portugal.

As datas da assembleias-gerais foram recolhidas manualmente do extracto daquelas, publicados nos relatórios e contas anuais, divulgadas no site da Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM).

3.2.4 PERÍODOS A ESTIMAR NOS EVENTOS

A metodologia do estudo de eventos consiste em definir uma escala temporal onde:

- A data zero corresponde à data do anúncio;
- A janela do evento encontra-se centrada à volta da data zero, isto é, o período corresponde a um intervalo habitualmente designado por $[-t, +t]$;
- O período a estimar está normalmente situado depois da janela do evento e corresponde ao intervalo $[-t-n, -t-1]$.

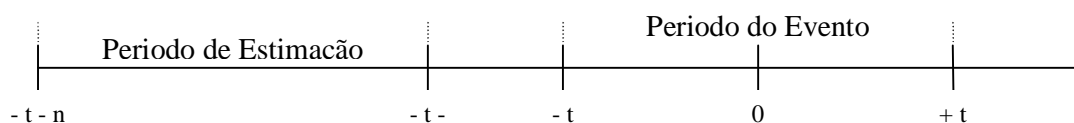
A janela do evento permite analisar a evolução dos rendimentos anormais à volta do anúncio público do acontecimento. O estudo pode ser realizado em dias, semanas ou meses, conforme se trabalhe com dados diários, semanais ou mensais.

Os estudos de eventos realizam-se, também, sobre uma única data em toda a amostra. No entanto, no caso das divulgações de resultados anuais, são feitos através de diferentes datas de anúncio.

O período a estimar permite avaliar os parâmetros do modelo de cálculo dos rendimentos esperados, na situação de ausência de evento. A escolha depende, geralmente, do modelo utilizado para calcular os rendimentos normais.

O Gráfico 1.1 permite visualizar a escala temporal de um estudo de evento:

Gráfico 1.1: Escala temporal do estudo do evento quando o período de estimação precede o evento



O período a estimar, mais frequentemente utilizado, é o anterior à janela do evento. Com efeito, a utilização de um período posterior justifica-se, no caso em que o evento a estudar modifica, de forma profunda, a sensibilidade das empresas aos rendimentos do mercado e, por isso, tem pouca utilização.

Põe-se, de qualquer forma, a questão da escolha da janela do evento. Com efeito, se o período que ronda a data do anúncio for muito curto, existirão, certamente, reacções dos investidores que não serão tomadas em linha de conta e o impacto sobre a janela do evento corre o risco de ser subavaliado.

Inversamente, um intervalo demasiado extenso, pode sobreavaliar a reacção do mercado associado àquele evento, visto que poderá reflectir impactos sobre outros eventos.

Peterson (1989) situa o período de estimativa para um evento entre 100 e 300 dias sobre dados diários e entre 24 e 60 meses sobre dados mensais.

No trabalho empírico, utiliza-se uma janela que se inicia 15 dias antes da data do anúncio de divulgação de resultados (pública ou assembleia-geral) apresentados pelas empresas e terminará 15 dias depois daquela data, utilizando cotações diárias.

No que se refere ao período a estimar, fixou-se em 150 dias, os que precedem a janela. A utilização de janelas estreitas, para analisar o efeito de um acontecimento, aliado à utilização de informação diária, reduz a possibilidade de outro tipo de notícias poderem estar incluídas no evento que se analisa.

O Gráfico 1.2 resume a escala temporal deste estudo de evento (em dias):

Gráfico 1.2: Escala Temporal do estudo dos eventos



Após terem sido identificados os diferentes parâmetros do estudo, isto é, o evento e a escala temporal do mesmo, a etapa seguinte consiste na análise dos modelos, que permitem avaliar os rendimentos considerados como normais.

3.2.5 RENDIMENTOS NORMAIS E ANORMAIS

Determinam-se, seguidamente, as reacções do mercado bolsista, associadas ao anúncio dos eventos estudados.

Estes são medidos 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, sendo igual a:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \forall t \in [-15, +15] \quad (7)$$

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 normal das acções determinam-se a partir do modelo de mercado.

As taxas de rendimento observadas definem-se como:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}} \quad (8)$$

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*).

3.2.6 TESTE ESTATÍSTICO DA RENDIBILIDADE ANORMAL

O impacto do anúncio de resultados anuais sobre a cotação bolsista evidencia a natureza da informação apercebida pelos investidores. Uma baixa (alta) na cotação bolsista sinaliza um tipo de informação, que influencia desfavoravelmente (favoravelmente) o valor futuro de uma empresa.

Os rendimentos anormais médios acumulados foram calculados sobre uma janela (-15, +15). Uma vez estimados os rendimentos anormais definiu-se como teste estatístico o t de Student, com o objectivo de verificar se a reacção do mercado aos anúncios era estatisticamente significativa ou não.

O significado estatístico de ER_0 determinou-se através do teste t de Student, que corresponde ao rácio entre o rendimento anormal do dia 0 e o desvio padrão, estimado da série dos rendimentos anormais da janela do evento.

O teste t foi calculado do seguinte modo:

$$t = \frac{ER_0}{\sigma^2(ER)} \quad (9)$$

em que,

ER_0 - Média do Rendimento Anormal, no dia do evento (0);

$\sigma^2(ER)$ - Desvio-Padrão do Rendimento Anormal na janela do evento (-15, +15).

O desvio-padrão calculou-se do seguinte modo:

$$\sigma^2(ER) = \sqrt{\frac{1}{31} \sum_{t=-15}^{+15} (ER_t - \overline{ER})^2} \quad (10)$$

em que,

ER_t - Rendimento anormal, acumulado até ao dia t ($t = 1, \dots, 30$), correspondente à janela do evento $(-15, +15)$ sendo que,

$$\overline{ER} = \frac{1}{31} \sum_{t=-15}^{+15} ER_t \quad (11)$$

A estatística t , de Student, distribui-se segundo uma lei com 30 graus de liberdade. A utilização deste teste, só é possível na condição de que os rendimentos anormais sejam distribuídos, segundo uma lei de distribuição normal e que não exista qualquer correlação entre os títulos. Estas hipóteses são supostamente verdadeiras, caso os resíduos do modelo se comportem como variáveis aleatórias normais, independentes e homocedásticas.

3.3 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Um dos objectivos deste trabalho é o de testar empiricamente o impacto das publicações de resultados anuais sobre as cotações dos títulos.

Foram efectuados dois tipos de estudo de eventos, distinguindo-se essas categorias, através das datas de anúncio. A primeira categoria pressupõe que os relatórios anuais são somente públicos, através da assembleia-geral ordinária. A segunda categoria considera que os investidores tomam conhecimento dos estados financeiros, a partir da divulgação pública dos mesmos (*Reuters*). No entanto, seja qual for a data de anúncio tratada, os períodos a estimar e dos eventos são definidos da mesma forma.

O Quadro 1 resume o número de anúncios tratados por tipo de acontecimento:

Quadro 1 : Número de Anúncios Tratados na Amostra de Empresas

Anúncio	1998	1999	2000	2001	2002	Total
Resultados Anuais	29	33	33	33	38	166
Assembleia – Geral	41	46	49	50	50	236
Total	71	80	84	85	89	402

Para a realização deste trabalho empírico, a amostra é composta por 51 empresas (sociedades anónimas), cotadas no mercado contínuo da bolsa de valores em Portugal

(Euronext Lisbon). No caso do estudo da reacção do mercado ao anúncio de resultados anuais, foram seleccionadas as empresas industriais, serviços e o sector financeiro, abrangendo quase todas as empresas cotadas no mercado contínuo.

As cotações e dados financeiros utilizados foram retirados das seguintes base de dados:

- Dathis (cotações bolsistas);
- Reuters (anúncios de resultados pela gestão das através de *press release*);
- 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 nos anos em análise correspondem aos rendimentos do índice PSI-20, retirados de uma das bases de dados referida no parágrafo anterior.

4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Os Quadros 2 e 3 referem o impacto da divulgação pública dos resultados anuais, nos preços das acções das diferentes empresas, ao longo do período em análise:

Quadro 2: Impacto da divulgação pública do resultado anual através de *press release* sobre os preços das acções no período

Divulgação Pública	-15	-8	-1	0	1	8	15
Média RAM (%)	-0,800%	-1,300%	-1,500%	-1,500%	-1,100%	-1,200%	-1,100%
Mediana	-0,051	-0,050	-0,033	-0,028	-0,024	-0,002	0,000
Desvio-Padrão	0,077	0,080	0,048	0,047	0,046	0,027	0,035
t	-0,108	-0,179	-0,202	-0,198	-0,153	-0,165	-0,146
	(-15, -2)	(-5, -2)	(-1,0)	0	(0,1)	(-1,1)	(2,5) (2,15)
Média CAR (%)	-1,600%	-1,200%	-1,500%	-1,500%	-2,600%	-4,100%	-3,900% -15,000%
Mediana	-0,052	-0,035	-0,031	-0,028	-0,053	-0,086	-0,066 -0,025
Desvio-Padrão	0,063	0,053	0,047	0,047	0,093	0,141	0,156 0,443
t	-0,221	-0,157	-0,200	-0,198	-0,351	-0,554	-0,524 -2,012**

***=p.value≤0,01

**=p.value≤0,05

*=p.value≤0,10

O Quadro 2 analisa a reacção do mercado ao anúncio público dos resultados anuais, efectuados no período compreendido de 1998-2002. RAM corresponde ao rendimento anormal médio, gerado pelo anúncio público dos resultados anuais, na janela do evento. CAR corresponde ao rendimento médio acumulado nos intervalos de tempo, referenciados para o período do acontecimento. RAM são calculadas, utilizando o modelo de mercado. Período do Evento (-15, +15). Período de Estimação (-150, -16). Para testar a hipótese nula utilizou-se o teste t de Student.

O Quadro 3 refere-se ao impacto da divulgação dos resultados anuais em assembleia-geral ordinária da empresa, nos preços das acções das entidades emissoras no período em análise:

Quadro 3: Impacto da divulgação do resultado anual através da assembleia-geral ordinária da empresa sobre os preços das acções no período

Assembleia-Geral	-15	-8	-1	0	1	8	15	
Média RAM (%)	-1,700%	-0,800%	-0,300%	0,100%	0,200%	0,000%	0,800%	
Mediana	-0,016	0,001	-0,006	-0,002	-0,006	0,000	0,002	
Desvio-Padrão	0,033	0,027	0,017	0,017	0,018	0,018	0,035	
t	-2,427***	-1,120	-0,411	0,087	0,269	-0,041	1,126	
	(-15, -2)	(-5, -2)	(-1,0)	0	(-0,1)	(-1,1)	(2,5)	(2,15)
Média CAR (%)	-0,700%	-0,200%	-0,100%	0,100%	0,300%	0,000%	0,900%	0,600%
Mediana	-0,005	-0,002	-0,004	-0,002	-0,007	-0,015	-0,003	0,048
Desvio-Padrão	0,024	0,020	0,017	0,017	0,034	0,051	0,067	0,309
t	-0,096	-0,031	-0,016	0,008	0,003	-0,005	0,115	-2,012**

***=p.value≤0,01

**=p.value≤0,05

*=p.value≤0,10

O Quadro 3 reporta a reacção do mercado ao anúncio dos resultados anuais, através da assembleia-geral de empresa, efectuados no período de 1998-2002. RAM corresponde ao rendimento anormal médio, gerado pelo anúncio dos resultados anuais em assembleia-geral, na janela do evento. O CAR corresponde ao rendimento médio acumulado, nos intervalos de tempo, referenciados para o período do acontecimento. RAM são calculadas, utilizando o modelo de mercado. Período do Evento (-15, +15). Período de Estimação (-150, -16). Para testar a hipótese nula utilizou-se o teste t de Student.

A evidência empírica, na análise das alterações dos preços das acções, refere que a divulgação do resultado anual tem efeito informativo para os investidores. O rendimento anormal médio, no dia do evento (divulgação pública de resultados) foi, no período em análise, de -1,5% e não significativa (o teste t de Student de -0,198). Relativamente ao segundo evento, a rendimento anormal médio foi de 0,1% (no dia do evento) e o teste t revela-se também não significativo, com o valor de 0,087.

No período em análise verificou-se que, no caso da divulgação pública de resultados anuais, os rendimentos médios foram negativos e não significativos. Entretanto, através de uma refinação da análise, isto é, utilizando janelas diferentes no mesmo período, concluiu-se que os rendimentos acumulados (CAR) evidenciaram também valores negativos, sendo, no entanto, significativos ao nível de 5% na janela, que compreende o período entre o segundo dia após o evento e o décimo quinto (2,15).

Em relação ao evento assembleia-geral, conclui-se que os rendimentos médios apresentam valores negativos, até ao dia do evento, evidenciado, posteriormente, rendimentos médios positivos não significativos, com excepção, do dia -15. Analisando os rendimentos médios acumulados nas diferentes janelas evidenciadas no Quadro 3, conclui-se que, somente a janela (2,15), evidencia resultados significativos, embora os excessos de rendimento sejam negativos até ao dia do evento.

Os resultados obtidos parecem evidenciar que a informação é filtrada através de outras fontes (por exemplo, informação on-line) e, conseqüentemente, o mercado antecipa o conteúdo informativo do anúncio de resultados. Esta evidência permite afirmar que o anúncio de resultados tem um efeito informativo significativo, para o mercado bolsista na janela do evento (2,15). No entanto, o dia do anúncio e os dias mais próximos desta data, não evidenciaram qualquer impacto e, por isso, não se verificou qualquer efeito no período em análise.

Passou-se posteriormente à análise anual da amostra tendo em vista a obtenção de resultados mais conclusivos.

O Quadro 4 refere-se ao comportamento dos rendimentos anormais no evento – Divulgação Pública de Resultados Anuais – em cada um dos anos em análise.

Quadro 4: Comportamento dos rendimentos anormais na divulgação pública de resultados nos exercícios em análise

Divulgação Pública	1998	1999	2000	2001	2002
	N=29	N=33	N=33	N=33	N=38
-15	-0,052 (-0,244)	0,115 (0,422)	-0,051 (-0,144)	0,019 (0,264)	-0,071 (-0,481)
-8	-0,069 (-0,336)	0,113 (0,415)	-0,079 (-0,222)	0,020 (0,284)	-0,052 (-0,341)
-1	-0,035 (-0,168)	0,049 (0,183)	-0,072 (-0,202)	0,015 (0,214)	-0,033 (-0,226)
0	-0,033 (-0,157)	0,043 (0,159)	-0,077 (-0,215)	0,021 (0,292)	-0,028 (-0,192)
1	-0,030 (-0,144)	0,046 (0,169)	-0,071 (-0,199)	0,023 (0,315)	-0,024 (-0,166)
8	-0,018 (-0,088)	0,013 (0,047)	-0,056 (-0,157)	0,002 (0,030)	-0,002 (-0,015)
15	-0,011 (-0,052)	0,011 (0,042)	-0,071 (-0,199)	0,000 (0,001)	0,016 (0,109)
-----	-----	-----	-----	-----	-----
(-15, -2)	-0,059 (-0,282)	0,077 (0,282)	-0,068 (-0,191)	0,023 (0,284)	-0,052 (-0,351)
(-5, -2)	-0,048 (-0,224)	0,062 (0,227)	-0,064 (-0,179)	0,025 (0,355)	-0,035 (-0,235)
(-1,0)	-0,034 (-0,159)	0,046 (0,171)	-0,074 (-0,209)	0,018 (0,253)	-0,031 (-0,209)
\(0)	-0,033 (-0,154)	0,043 (0,159)	-0,077 (-0,215)	0,021 (0,292)	-0,028 (-0,192)
\(0,1)	-0,063 (-0,296)	0,089 (0,327)	-0,148 (-0,414)	0,044 (0,608)	-0,053 (-0,359)
(-1,1)	-0,098 (-0,461)	0,138 (0,509)	-0,219 (-0,616)	0,059 (0,822)	-0,086 (-0,585)
\(2,5)	-0,073 (-0,346)	0,152 (0,562)	-0,263 (-0,738)	0,055 (0,772)	-0,066 (-0,451)
\(2,15)	-0,266 (-1,256)*	0,325 (1,198)	-0,846 (-2,371)***	0,062 (0,864)	-0,025 (-0,167)

***=p.value≤0,01

**=p.value≤0,05

*=p.value≤0,10

No Quadro 4, apresenta-se o comportamento do preço das acções, em cada um dos períodos que rondam o anúncio e refere-se à divulgação pública dos resultados anuais. Os primeiros valores referem-se aos rendimentos anormais médios (RAM), verificados em cada um dos dias referidos. Nos segundos valores evidenciam-se os rendimentos acumulados médios (CAR), em cada um dos intervalos de tempo. Entre parêntesis, evidenciam-se os valores estatísticos do teste t de Student.

O Quadro 5 refere-se ao comportamento dos rendimentos anormais, no evento – Divulgação de Resultados Anuais em assembleia-geral da Empresa – em cada um dos anos em análise.

Quadro 5: Comportamento das rendibilidades anormais na divulgação de resultados através de assembleia-geral nos anos em análise

Assembleia Geral	1998	1999	2000	2001	2002
	N=41	N=46	N=49	N=50	N=50
-15	-0,016 (-0,309)	-0,035 (-4,224)***	-0,063 (-0,602)	0,019 (0,791)	0,007 (0,050)
-8	0,008 (0,015)	-0,027 (-3,200)***	-0,044 (-0,422)	0,009 (0,349)	0,021 (0,154)
-1	-0,002 (-0,033)	-0,021 (-2,514)***	-0,012 (-0,112)	-0,006 (-0,225)	0,025 (0,185)
0	-0,004 (-0,008)	-0,017 (-2,009)**	-0,006 (-0,055)	-0,002 (-0,075)	0,028 (0,206)
1	-0,006 (-0,121)	-0,009 (-1,189)	0,006 (-0,005)	-0,008 (-0,306)	0,033 (0,242)
8	-0,019 (-0,384)	0,009 (-1,079)	-0,002 (-0,002)	-0,015 (-0,614)	0,024 (0,180)
15	-0,018 (-0,359)	0,049 (-5,659)***	0,002 (-0,017)	-0,031 (-1,249)	0,039 (0,287)
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>					
(-15,-2)	-0,052 (-0,100)	-0,014 (-1,619)*	-0,045 (-0,426)	0,010 (0,414)	0,0168 (0,124)
(-5,-2)	-0,002 (-0,047)	-0,023 (-2,771)***	-0,019 (-0,181)	0,007 (0,259)	0,026 (0,193)
(-1,0)	-0,001 (-0,021)	-0,019 (-2,262)***	-0,009 (-0,083)	-0,004 (-0,150)	0,027 (0,195)
(0)	0,000 (-0,008)	-0,017 (-2,009)**	-0,006 (-0,055)	-0,002 (-0,075)	0,028 (0,206)
(0,1)	-0,007 (-0,152)	-0,027 (-3,199)**	-0,005 (-0,049)	-0,009 (-0,381)	0,061 (0,608)
(-1,1)	-0,008 (-0,163)	-0,048 (-5,712)***	-0,017 (-0,161)	-0,015 (-0,606)	0,086 (0,633)
(2,5)	-0,041 (-0,817)	-0,003 (-0,389)	-0,001 (-0,009)	-0,036 (-1,424)*	0,124 (0,913)
(2,15)	-0,207 (-4,096)***	0,284 (34,046)***	0,0484 (0,463)	-0,271 (-10,855)***	0,448 (3,297)***

***=p.value≤0,01

**=p.value≤0,05

*=p.value≤0,10

No Quadro 5, apresenta-se o comportamento do preço das acções nos períodos que rondam o anúncio da divulgação dos resultados anuais, através da assembleia-geral da empresa. Os primeiros valores referem-se aos rendimentos anormais médios (RAM), verificadas em cada um dos dias referidos. Em baixo, evidenciam-se os rendimentos acumulados médios (CAR), em cada um dos intervalos de tempo. Entre parêntesis, evidenciam-se os valores estatísticos do teste t de Student.

Seguidamente retiraram-se conclusões genéricas, sobre cada um dos anos em análise.

Genericamente, no exercício de 1998, as cotações reagiram negativamente à divulgação dos resultados anuais, na janela do evento e também no dia do anúncio. Os rendimentos anormais médios e acumulados indicam uma forte reacção negativa da cotação nos dois acontecimentos. O rendimento anormal médio foi negativo, ao nível de 3,27%, no momento do anúncio de resultados anuais e de 0,4%, na data da assembleia-geral. A divulgação de resultados teve impacto negativo em $t=0$ nos acontecimentos referenciados no Quadro 4. Após a divulgação de resultados, os excessos de rendimento são menos acentuados e só evidenciam significância, ao nível de 5% e 0% na janela (2,15).

Os resultados indicam que o mercado em 1998 antecipou os acontecimentos antes da divulgação de resultados em qualquer dos acontecimentos.

De forma geral, as cotações reagiram positivamente à divulgação pública dos resultados anuais de 1999, na janela do evento e também no dia do anúncio. Os rendimentos anormais médios, na divulgação dos resultados anuais apresentaram valores positivos, durante toda a janela deste evento. Também os excessos de rendimento foram positivos, em 4,3%, no dia do anúncio, atingindo 32,5% na janela (2,15). Os valores do teste t de Student não são, no entanto, significativos.

Relativamente ao evento assembleia-geral, verifica-se que os rendimentos médios significativos apresentam resultados positivos, após aquela data, atingindo 4,9% em $t=15$. Os valores dos excessos de rendimento apresentam valores positivos, a partir do quarto dia após o evento. No entanto, este evento evidenciou sempre valores muito significativos, ao nível de 0% nos dias -15, -8, -1 e no dia do anúncio ao nível de 5%. Os rendimentos acumulados evidenciaram, também, valores muito significativos, ao nível de 0% nas janelas (-15, -2), (-5, -2), (-1,0), (-1,1) e (2,15).

A evolução dos rendimentos anormais médios e acumulados na janela do evento, onde se pode verificar um impacto positivo, sobre a divulgação de resultados anuais, embora só evidencie valores significativos, no caso da assembleia-geral. Ainda, relativamente a este evento, verifica-se que, só após a data do evento, os rendimentos médios são positivos e, que no fim do período em análise, o rendimento acumulado atingiu 28,4% na janela (2,15).

Pode-se concluir que o evento teve impacto positivo, embora não significativo, na divulgação de resultados anuais na janela do evento. Na divulgação de resultados,

através da assembleia-geral de 1999, verifica-se que as alterações nos preços das acções só são positivas após aquele acto, embora significativas nesse dia e durante vários períodos. Neste caso, o dia do anúncio teve impacto negativo, embora significativo, e que após esta data, a distribuição de dividendos poderá ter sido o principal “motor” da alteração das expectativas dos investidores, com os excessos de rendimento a verificarem-se francamente positivos.

Os resultados atrás apresentados permitem concluir que o impacto, nos preços das acções, no exercício de 1999, teve, no caso da divulgação pública, um impacto positivo, durante todo o período não significativo. No segundo evento, o impacto revelou-se positivo no quarto dia, após o evento, embora significativo, no dia do anúncio e durante quase todo o período em análise.

No exercício de 2000 as cotações reagiram negativamente à divulgação dos resultados anuais, na janela do evento e, também, no dia do anúncio. Os rendimentos anormais médios apresentaram valores fortemente negativos na janela (-15, +15), com um rendimento acumulado negativo de 201,82%.

Em relação à data da assembleia-geral, verifica-se que os rendimentos médios evidenciaram resultados positivos, após o evento, permitindo diminuir as perdas acumuladas, no período compreendido entre (-15,0), atingindo 4,8% em (2,15). Este evento também não evidenciou valores significativos, durante todo o período da análise.

O rendimento anormal médio evidenciou um impacto negativo, ao nível de 7,7%, no momento do anúncio de resultados anuais, com idêntico resultado (-0,57%), na data da assembleia-geral, embora não significativos. No evento divulgação pública de resultados, os excessos de rendimento acumulado evidenciaram resultados significativos, ao nível de 0%, na janela (2,15), embora com impacto negativo. No caso da assembleia-geral, o impacto revelou-se ligeiramente positivo, mas não evidenciou valores significativos.

Da análise deste exercício, conclui-se que os eventos foram antecipados, com impacto negativo e não significativo sobre as cotações, embora, no caso do segundo evento, tal se tenha verificado de forma mais aligeirada.

As cotações reagiram positivamente à divulgação pública dos resultados de 2001. Os rendimentos anormais médios, no evento, apresentaram valores significativamente positivos, na janela (-15, +15) com um rendimento acumulado positivo de 40,6%.

Em relação ao evento assembleia-geral, verifica-se que os rendimentos médios são positivos até 2 dias antes do evento, onde atingem um rendimento acumulado de 14,5%.

O rendimento anormal médio evidenciou valores positivos em 2,1% no momento do anúncio de resultados anuais e negativos de 0,19% na data da assembleia-geral.

Relativamente à significância dos resultados obtidos, conclui-se que o evento divulgação pública, não evidenciou valores significativos, enquanto que no evento assembleia-geral o rendimento anormal acumulado apresentou resultados significativos, ao nível de 10% na janela (2,5) e fortemente significativos, ao nível de 0% na janela (2,15), embora com impacto negativo ao nível dos rendimentos obtidos.

Conclui-se daqui que, o evento (divulgação de resultados anuais) teve efeito positivo sobre as cotações e que a assembleia-geral, após a data do evento, os rendimentos médios decresceram e atingiram valores negativos no fim do período que compreende a janela deste acontecimento. Neste evento, o impacto é negativo sobre os rendimentos, embora fortemente significativo. Assim, os investidores poderão ter-se decepcionado com os montantes de resultados apresentados ou o valor dos dividendos distribuídos poderá não ter correspondido às suas expectativas.

As cotações reagiram de forma negativa à divulgação pública dos resultados de 2002. Os rendimentos anormais médios, na divulgação dos resultados anuais apresentaram valores negativos na janela (-15, +15), com um rendimento acumulado negativo de 83,2%.

Durante todo o período analisado e, relativamente ao evento assembleia-geral, verifica-se que os rendimentos médios são positivos. Entretanto, os resultados encontrados são significativos, ao nível de 0% e positivos na janela (2,15).

O rendimento anormal médio evidencia um impacto negativo de 2,8%, no momento do anúncio de resultados anuais e positivo, ao nível de 2,79%, na data da assembleia-geral.

Pode-se concluir que o evento foi antecipado, na divulgação de resultados anuais, com impacto negativo sobre as cotações e que na assembleia – geral, após a data do evento, as rendibilidades médias aumentaram e atingiram valores positivos, no fim do período. Durante o exercício de 2002, poderá ter existido, por parte dos investidores, a confirmação de expectativas, quer relativamente a resultados quer em relação ao anúncio dos dividendos a distribuir.

5. CONCLUSÕES

O Quadro 6, resume os resultados, encontrados na análise da divulgação de resultados anuais, quer seja através da sessão pública de divulgação ou através da assembleia-geral ordinária das empresas, no período correspondente aos exercícios de 1998 a 2002.

Quadro 6: - Resultados do Estudo de Eventos

Evento	1998	1999	2000	2001	2002
Divulgação Pública de Resultados Anuais	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Positivo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Positivo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo
Divulgação Através da Assembleia-geral	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Positivo Evento não Antecipado Significativo (0%)	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Negativo Evento Antecipado Não Significativo	Efeito Positivo Evento Antecipado Não Significativo

Podemos concluir que os eventos tiveram, tanto impactos positivos como negativos sobre as cotações das acções das empresas, correspondentes à amostra no período em análise, embora os valores sejam significativos, somente no evento assembleia geral em 1999, único caso em que o evento não foi antecipado.

Os resultados obtidos na amostra permitem concluir que a divulgação de resultados anuais, em Portugal (*Euronext Lisbon*), não são um veículo importante para os investidores, ou seja, estes são mais eficientes na aquisição de informação privada do que relativamente aos anúncios de resultados anuais.

Por outro lado, o objectivo específico da informação que as cotações reflectem, assim como o grau com que o mercado de capitais, em Portugal, reage completa e rapidamente à nova informação não é relevante, com excepção do caso da divulgação de resultados na assembleia – geral do exercício de 1999.

A consequência sobre as cotações das acções da informação sobre resultados, sugere que os participantes, no mercado de capitais no país, utilizam, de forma eficiente, todos os recursos informativos à sua disposição, isto é, tanto as previsões de analistas financeiros como de outras fontes variadas.

Presumivelmente, têm fontes informativas importantes que os fazem reagir de forma rápida, logo que as empresas anunciam os resultados, tornando quase impossível

a obtenção de excessos de rendibilidade consistentes, quando a informação pública é veiculada para o mercado (Bernard e Thomas, 1990).

Os resultados observados não são consistentes com a evidência anteriormente detectada em outros mercados, em relação ao dia do anúncio de resultados anuais ($t=0$), nomeadamente no mercado francês (Gajewski e Queré, 2001), no belga (Laurent, 2000), no inglês (Elsharawy e Garrod, 1996) e no italiano (Bajo, 2005).

No entanto, a hipótese da investigação H_1 foi parcialmente comprovada, nos exercícios em análise, isto é,

- Evento (divulgação pública de resultados): CAR, na janela do evento (2,15) significativa, ao nível de 5%;
- Evento (assembleia – geral): RAM, na janela do evento (-15) significativa ao nível de 1%. CAR na janela do evento (2,15) significativa, ao nível de 5%.

A investigação pretendeu contribuir, de forma significativa, para o estudo e análise do mercado bolsista português.

Identificaram-se duas datas como importantes, na divulgação de resultados anuais: a data de realização da *press release* anual e a data da assembleia-geral das empresas. Esta identificação revelou-se particularmente interessante, visto que a investigação anteriormente realizada tem utilizado a publicação de resultados, em jornais da especialidade, podendo conduzir, desta forma, a uma falsa ausência de reacção dos mercados associados a este tipo de evento. No caso, o risco de erro de uma não correcta especificação da data de evento torna-se reduzida.

O trabalho de investigação procurou analisar os rendimentos anormais das acções, calculados durante 31 dias que rondam as datas de anúncio de resultados anuais pelas empresas. Este intervalo de tempo foi escolhido, de forma a que a janela do evento começasse no início do exercício fiscal e terminasse antes do anúncio de resultados do primeiro trimestre, de modo a que este evento não fosse influenciado pelo seguinte.

A análise do movimento dos preços das acções, à volta dos referidos anúncios, mediante a estimação de rendimentos anormais põe em evidência a existência de conteúdo informativo, no anúncio de resultados anuais para os investidores, numa perspectiva de mercado e individual.

Os resultados obtidos permitiram verificar parcialmente a primeira hipótese, pois verificou-se que, na maioria dos exercícios, existiu reacção antecipada, ou seja, indícios

de filtração da informação, assim como heterogeneidade, nas expectativas dos investidores.

Os resultados obtidos indiciam a existência de conteúdo informativo, na publicação de resultados anuais, embora sugeriram a existência de interpretações idiossincráticas, no que diz respeito àquela variável, isto é, parece provável que a actividade negociadora, nos dias que envolvem aqueles anúncios seja influenciada por diverso tipo de opiniões heterogêneas sobre a informação divulgada (o “diz-se, diz-se” no mercado), bem como pela cobertura que os analistas financeiros fazem de cada empresa, durante os exercícios económicos.

Seria importante perceber como reagem duas variáveis em simultâneo: volumes e rendimentos, para se poder obter uma melhor compreensão do que a que aqui foi relatado.

REFERÊNCIAS

ARCAS, M. J. e W. REES. 1999. Regularities in the equity price response to earnings announcements in Spain, *The European accounting review*, 8, pp. 585-607;

BAJO, E. 2005. The information content of abnormal trading volume, *Working paper*, University of Bologna, pp. 1-19;

BALL, R. e P. BROWN. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of accounting research*, 6, pp.159-178;

BAMBER, L. S., T. E. CHRISTENSEN e K. M. GAVER. 2000. Do we really “know” what we think we know? A case study of seminal research and its subsequent overgeneralization, *Accounting, organizations and society*, 25, pp. 103-129;

BEAVER, W., R. CLARKE e W. WRIGHT. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors, *Journal of accounting research*, 17, pp.316-340;

BEAVER, W., R. LAMBERT e D. MORSE. 1980. The information content of security prices, *Journal of accounting and economics*, 2, pp.3-28;

BEAVER, W. 1968. The information content of annual earnings announcements, *Journal of accounting research*, 6, supplement, pp. 67-92;

BERNARD, V. e J. THOMAS. 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implication of current earnings for future earnings, *Journal of accounting and economics*, 13, n°4, pp.305-340;

BROWN, P. 1970. The impact of the annual net profit report on the stock market, *Australian accountant*, pp. 272-282;

BROWN, S. e J. WARNER. 1980. Measuring security price performance, *Journal of financial economics*, 8, pp. 205-258;

CHARITOU, A. e C. CLUBB. 1999. Earnings, cash flow and security returns over long return intervals: analysis and UK evidence, *Journal of business finance and accounting*, 26, pp. 283-312;

CHARITOU, A., C.CLUBB e A. ANDREON. 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., *Journal of business finance and accounting*, 28, n°5, pp.563-594;

CHEN, G., M. FIRTH e N. GAO. 2002. The information content of concurrently announced earnings, cash dividends and stock dividends: an investigation of the Chinese stock market, *Journal of international financial management and accounting*, 13, n°2, pp. 101-124;

COLLINS, D. e S. KOTHARI. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients”, *Journal of accounting and economics*, 11, n°2/3, pp.143-181;

DYCKMAN, T., D. PHILBRICK e J. STEPHAN. 1984. A comparison of event studies methodologies using daily stock returns: a simulation approach, *Journal of accounting research*, 22, Supplement, pp.1-33;

EASTON, P. e T. HARRIS. 1991. Earnings as an explanatory variables for returns, *Journal of accounting research*, 29, n°1, pp.19-36;

ELSHARKAWY, A. e N. GARROD. 1996. The impact of investor sophistication on prices responses to earnings news, *Journal of business finance and accounting*, 23, pp. 221-235;

FAMA, E., L. FISCHER, M. JENSEN e R. ROLL. 1969. The adjustment of stocks prices to new information”, *International economic review*, 10, pp.1-21;

FIRTH, M. 1981. The relative information content of the release of financial data by firms, *Journal of accounting research*, autumn, pp. 521-529;

GAJEWSKI, J. F. e B QUÉRÉ. 2001. The information content of earnings and turnover announcements in France, *European accounting review*, 10, pp. 679-704;

GARCIA, S. S. 2006. Comportamiento de los precios y volúmenes de negociación ante anuncios de beneficios anuales, *Working paper*, Universidad de Alicante, pp. 32-64;

HAGERMAN, R., M. ZWIJEWSKI e P.SHAH. 1984. The association between the magnitude of quarterly earnings forecast errors and risk-adjusted stock returns, *Journal of accounting research*, autumn, pp. 526-540;

JERMAKOWICZ, E. K. e S. G. TOMASZEWSKI. 1998. Information content of earnings in the emerging capital market: evidence from the Warsaw stock exchange, *Multinational finance journal*, 2, nº 4, pp. 245-267;

LAURENT M. P. 2000. The effect of earnings release for Belgian listed companies, *Working paper (wp-ceb): nº 03/005*, Université libre de Bruxelles, pp. 1-15;

PETERSON, P. 1989. Event studies: a review of issues and methodology, *Quarterly journal of business and economics*, 28, pp. 36-66;

SWAMINATHAN, S. e J. WEINTROP. 1991. The information content of earnings, revenues and expenses, *Journal of accounting research*, 29, nº2, pp.418-427;

WAEEL, L. 2004. Market reaction to annual earnings announcements: the case of Euronext Paris, *Working paper*, Université de Perpignan, pp. 1-35.

