A reacção do mercado de capitais português à publicação de lucros das «blue chips» no período 1991-1995 [1]

João Carvalho das Neves (*)
Pedro Palma Fernandes (**)

1 — Introdução

A reacção de mercado às informações publicadas é um assunto há muito discutido na área das finanças.

Ball e Brown (1968) questionaram se a publicação anual das contas das empresas continha informação relevante para o mercado, isto é, em que medida esta informação ao ser publicada não estaria já, total ou parcialmente, reflectida nos preços de cotação.

Posteriormente foram feitos diversos estudos sobre a reacção do mercado à publicação dos resultados trimestrais das empresas como seja, por exemplo, Joy *et al.* (1977), Watts (1978) e Aharony e Swary (1980).

Tendo por base o modo como o mercado pode reagir aos vários tipos de divulgação da informação, Fama (1970) definiu três formas de eficiência de mercado. Na sua versão mais recente Fama (1991) vem substituir os tipos de eficiência por tipos de estudos. Desse modo apresenta os estudos de eventos, como estudos estatísticos onde se analisa se a informação publicada num dia, influencia a rendibilidade dos accionistas nos outros dias. Pode entender-se que o estudo de eventos serve de teste empírico à tradicional eficiência semiforte do mercado que se define pelo facto dos preços de cotação reflectirem toda a informação relevante. Se assim fosse, haveria condições para estimar o beta das acções e, consequentemente, a rendibilidade esperada seria igual à rendibilidade efectiva, não havendo lugar a rendibilidades anormais, após a publicação da informação.

Outros estudos concluíram sobre a tendência dos analistas para uma sobrerreacção à publicação de notícias (De Bondt e Thaler, 1985).

O presente estudo visa contribuir, à semelhança do que fizeram Ball e Brown (1968) nos EUA, para uma melhor compreensão sobre a rapidez de ajustamento dos preços de cotação a nova informação, no mercado de capitais português.

Para o efeito utiliza-se, como metodologia, o estudo de eventos tendo por base a data de publicação dos resultados pelas empresas de maior dimensão e notoriedade *(blue chips)* cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa, no período 1991-1995, tendo como principal fonte de informação a data das notícias publicadas no *Diário Económico* e *Semanário Económico* sobre os resultados das empresas e as respectivas cotações das referidas sociedades em relação ao mercado.

Começa por se apresentar na secção 2 a metodologia de investigação utilizada, nomeadamente, a definição do conceito de lucro inesperado, o método de selecção da amostra e os principais aspectos considerados na implementação do estudo de eventos, nomeadamente a noção de taxa acumulada de rendimento anormal (TARA) tendo por referência principal o trabalho pioneiro de Ball e Brown (1968). Na secção 3 descreve-se o processo de recolha e tratamento da informação sobre as empresas incluídas na amostra. Na secção 4 analisa-se a evolução da taxa acumulada de rendimento anormal. Por fim, na secção 5, apresentam-se as conclusões.

(*) Professor auxiliar com agregação no ISEG, é doutorado em Business Administration pela Manchester Business School e mestre em Gestão pelo ISEG.
(**) Assistente no ISEG, é mestre em Gestão (MBA) também pelo ISEG.
[1] O presente artigo tem por base os dados recolhidos pelo Eng. Pedro Palma Fernandes para a elaboração da sua tese de mestrado sob orientação do Prof. Doutor João Carvalho das Neves. Os autores agradecem a colaboração da BVL no acesso à informação solicitada.

2 — Metodologia

Os estudos de eventos são estudos empíricos que analisam a evolução dos ganhos obtidos pelos accionistas face a determinados acontecimentos que se tornam conhecidos no mercado por via da publicação de notícias nos *media.*

O acontecimento que se estuda no presente trabalho é a publicação dos lucros pelas empresas, analisando-se a reacção do mercado à publicação de resultados considerados inesperados, ou seja, resultados significativamente acima ou abaixo da expectativa média dos investidores, expectativa essa que se considera incorporada nos preços de cotação das acções.

Depois de seleccionado o acontecimento que se pretende investigar, aplicou-se o estudo de eventos, de acordo com as seguintes fases:

a) Definição do critério de selecção de empresas para as quais ocorreu a publicação de resultados durante um determinado período;

b) Definição do período de estudo, antes e depois do dia da publicação dos resultados. A este período designa-se «janela» de estudo;

c) Escolha do modelo de avaliação dos activos financeiros em equilíbrio, para estimativa do preço de cotação «normal». Entre os modelos em escolha estão o «Modelo de Mercado», o «Capital Asset Pricing Model», a «Linha Empírica de Mercado» e «Arbitrage Pricing Model» (Copeland e Weston, 1988);

d) Cálculo das taxas de rendimento anormal, diárias e acumuladas, para a janela de estudo, para o total da amostra e para os casos em que a tenham sido publicados lucros considerados inesperados acima ou abaixo das expectativas;

e) Aplicação de um teste para análise da significância estatística dos resultados observados.

O presente estudo seguiu estas linhas gerais, sendo o evento em causa a publicação resultados líquidos (semestrais e anuais) pela imprensa especializada, em particular no *Diário Económico* e *Semanário Económico.*

2.1 — Definição de lucro inesperado

A noção de «lucro inesperado» passa, em primeiro lugar, por definir o «lucro esperado» pelo mercado. A definição [2] de lucro esperado baseou-se em Brown (1978) com as devidas adaptações à realidade portuguesa. Pressupõe-se, assim, que a expectativa de resultados da empresa *j* no período (ano ou semestre) *t* ($E(X_{jt})$) é idêntica à dos resultados publicados no período anterior ($X_{j,t-1}$) Ou seja, o lucro esperado é o valor homólogo do período anterior, seja semestral ou anual, ajustado da taxa de inflação r_t:

$$E(X_{jt}) = X_{j,t-1}(1+r_t) \qquad (1)$$

Finalmente considerou-se lucro inesperado sempre que o lucro publicado seja superior ou inferior em 40% do lucro esperado, enquanto Brown (1978) utilizou 20%. Este valor terá de ser obrigatoriamente subjectivo. A opção dos 40% resultou de diferentes factores. De entre estes, destaca-se o facto de se ter constatado algumas divergências entre a publicação inicial dos resultados pela imprensa e os resultados contabilísticos efectivos.

2.2 — Critérios de selecção da amostra

A selecção da amostra teve por base as empresas de maior dimensão cotadas no mercado oficial da Bolsa de Valores de Lisboa, cujas acções evidenciam maior liquidez no período em análise, de modo que seja considerada pela imprensa especializada a publicação dos seus resultados. O período escolhido compreende 1991 a 1995, abrangendo unicamente o período mais recente do mercado accionista português. Procurou-se, fundamentalmente, empresas com dimensão e notoriedade no mercado *(blue chips),* sendo definidos os seguintes cinco critérios-base:

a) Serem empresas cotadas no mercado de cotações oficiais;

b) Terem uma liquidez mínima medida pelo índice de frequência em que IF2 ≥ 90% em 1994 e IF2 ≥ 70% em todos os anos anteriores [3];

---

[2] Complementarmente Fernandes (1996) analisa também a reacção de mercado tendo por base as previsões das próprias empresas e previsões por extrapolação dos resultados do 1.º semestre, mantendo-se as conclusões em termos gerais.

[3] IF2 — Índice de frequência 2, calculado pela BVL.

c) Capitalização bolsista no final de 1994 ≥ ≥ 10 000 000 de contos;

d) Resultados líquidos positivos em todos os anos do período 1991-1994;

e) Período mínimo de um ano com cotação até final de 1995.

As 16 empresas que verificaram os critérios anteriores e em relação às quais não surgiram outras razões de exclusão encontram-se listadas adiante no quadro 1.

Um dos problemas fundamentais dos estudos de eventos é o de pressuporem que o único acontecimento relevante ocorrido na «janela» em estudo é o evento em causa. Por vezes podem acontecer outros factos ainda mais relevantes do que o próprio evento em estudo. Por exemplo, no caso concreto, decidiu-se excluir situações em que as «janelas» pudessem evidenciar perturbação nos preços de cotação em consequência outras notícias relevantes, como por exemplo, uma OPA sofrida ou lançada pela empresa no período da «janela» em estudo ou numa data próxima da mesma.

2.3 — Janela de estudo

A janela de estudo foi fixada entre 30 sessões de bolsa antes e 30 sessões de bolsa após a publicação dos resultados, sendo designada por 0 a sessão referente ao dia da publicação da notícia. Brown (1978) utiliza como janela de estudo os 60 dias posteriores à publicação dos resultados, e apenas os dois dias anteriores. Inicialmente influenciados por esses estudos a «janela» de estudo foi fixada para o período correspondente às sessões — 10 e + 50. Dado que as análise efectuadas indiciavam existirem rendimentos anormais antes e não depois da publicação dos resultados, decidiu-se alterar a janela de estudo para o período compreendido entre as sessões de bolsa — 30 e + 30, com a consequente necessidade de recolha de mais informação no período — 30 e — 11. Tendo em conta os fins-de-semana e feriados, a sequência de 61 sessões numeradas de — 30 a + 30 corresponde a um período de quase três meses, centrado na publicação dos lucros. Para cada um dos casos de lucros inesperados recolheram-se e ajustaram-se as cotações desse período para acontecimentos como o pagamento de dividendos ou os aumentos de capital.

2.4 — Escolha do modelo de avaliação dos activos financeiros

Tendo por base os três modelos empíricos definidos por Copeland e Weston (1988) optou-se pelo modelo de mercado que se descreve da seguinte forma:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \qquad \textbf{(2)}$$

em que R_{jt} é a rendibilidade da acção da empresa j no momento t, R_{mt} a rendibilidade do mercado no momento t, α e β respectivamente a intercepção e o declive da recta, e ε_{jt} o termo residual da acção j no momento t.

O modelo de mercado não é suportado por nenhuma teoria e pressupõe que a intercepção e o declive da recta se mantêm constantes ao longo do período em análise. Estes são os seus principais pontos fracos, no entanto, apresenta a vantagem de ser simples e, de acordo com Weston e Copeland (1988) não estar sujeito à famosa crítica que Roll (1977) faz ao CAPM e à linha empírica de mercado.

2.5 — Cálculo das taxas de rendimento anormal

O modelo de mercado foi utilizado para estimar os resíduos, isto é, a rendibilidade considerada acima ou abaixo do nível considerado normal, face ao risco da empresa. O modelo de mercado pode ser escrito como um *fair game:*

$$\varepsilon_{jt} = R_{jt} - E\left(R_{jt} \middle| \hat{\beta}_{jt}\right) \qquad \textbf{(3)}$$

$$E\left(R_{jt} \middle| \hat{\beta}\right) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \qquad \textbf{(4)}$$

$$E\left(\varepsilon_{jt}\right) = 0 \qquad \textbf{(5)}$$

em que α e β são os parâmetros estimados pelo modelo de mercado, R_{jt} é a rendibilidade efectiva do título j no momento t e $E\left(R_{jt} \middle| \hat{\beta}_{jt}\right)$ a rendibilidade esperada do título título j no momento t dado o seu beta ou risco estimado pelo modelo de mercado. Os desvios à nulidade na equação **(3)** (ε_{jt}) são interpretados como a rendibilidade residual ou taxa de rendimento anormal da empresa j no período t.

Calcularam-se, assim, para cada título j da amostra, a taxa diária de rendimento anormal ε_{jt} pela diferença entre a rendibilidade diária verificada

para a acção R_{jt} e a rendibilidade esperada para $E\left(R_{jt} \middle| \hat{\beta}_{jt}\right)$ essa acção tendo por base o modelo de mercado.

A partir dos valores diários de rendibilidade residual e_{jt} calculou-se a rendibilidade residual acumulada. Para o efeito utilizou-se uma adaptação do índice de Ball e Brown (1968) designado por «Abnormal Performance Index». Ao valor do índice foi deduzida uma unidade, transformando-se assim, na taxa acumulada de rendimento anormal (TARA). Esta taxa de rendimento começa a calcular-se e a acumular-se no dia – 30, primeiro dia de análise da janela do estudo. No dia T a taxa acumulada de rendimento anormal é calculada da seguinte forma:

$$\underset{t=-30}{\overset{T}{TARA}} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^{n} \prod_{t=-30}^{T} (1 + \varepsilon_{jt}) - 1 \qquad (6)$$

sendo n o número de casos de publicação de lucros.

2.6 — Teste estatístico

Em qualquer estudo de eventos há que verificar a significância estatística dos resultados, ainda mais se justifica neste caso, por existirem poucos casos disponíveis para o cálculo da TARA. No fundo trata-se do clássico problema do teste de hipóteses da estatística, que, nunca podendo ter uma resposta definitiva, nos dá uma resposta com alguma confiança. O teste efectuado baseou-se nos pressupostos de que a rendibilidade das acções apresenta uma distribuição normal e independente da rendibilidade histórica e de que as rendibilidades residuais apuradas em cada janela são independentes. Além disso, o desvio padrão diário das rendibilidades foi estimado a partir do desvio padrão amostral apurado na janela de estudo. Supondo a validade do modelo de mercado a rendibilidade do título j para o período T dias será:

$$R_{Tj} \sim N(\mu_{Tj}\ \sigma_{Tj}) \ com\ \mu_{Tj} = \alpha_j + \beta_j\ \mu_{Tm} \qquad (7)$$

Então o resíduo ε_j é também uma variável aleatória com distribuição normal:

$$\varepsilon_{Tj} = R_{Tj} - \mu_{Tj} \quad com\ \varepsilon_{Tj} \sim N(0, \sigma_{Tj}) \qquad (8)$$

e tomando os resíduos em períodos distintos de n títulos independentes entre si, a sua média e variância é apurada da seguinte forma:

$$\varepsilon_{T\varepsilon_T} = \frac{\sum_{j=1}^{n} \varepsilon_{Tj}}{n} \Rightarrow E(\varepsilon_T) = 0 \wedge VAR(\varepsilon_T) = \frac{\sum_{j=1}^{n} \sigma_{Tj}^2}{n^2} \qquad (9)$$

sendo também este resíduo uma variável aleatória com distribuição normal.

O desvio padrão do resíduo do título j num período de T dias (σ_{Tj}) foi estimado a partir do desvio padrão diário (σ_{dj}):

$$\sigma_{Tj} = \sqrt{T}\,\sigma_{dj} \qquad (10)$$

sendo então o resíduo médio uma variável aleatória com distribuição normal:

$$\varepsilon_T \sim N\left(0, \frac{\sqrt{\sum_{j=1}^{n} \sigma_{dj}^2}}{\frac{n}{\sqrt{T}}}\right) \qquad (11)$$

pode aplicar-se o teste Z na análise da significância estatística do resíduo médio observado na amostra e nas suas subamostra.

3 — Recolha e tratamento de dados

Uma vez definida a estratégia metodológica, houve que proceder à recolha e tratamento de dados, que seguiu as seguintes fases:

a) Determinação dos dias precisos em que a notícia foi publicada para cada empresa em cada um dos anos de 1991 a 1995;

b) Recolha dos preços de cotação tendo em consideração a definição de janela de estudo;

c) Recolha do índice de mercado para o período 1991-1995;

d) Cálculo das taxas diárias de rendimento anormal na «janela» de cada evento, tendo por base o modelo de avaliação escolhido anteriormente;

e) Cálculo das taxas médias diárias de rendimento anormal, de cada empresa, da amostra e das subamostras;

f) Cálculo das taxas médias acumuladas de rendimento anormal, de cada empresa, da amostra e das subamostras;

g) Análise e discussão dos resultados obtidos.

3.1 — Fontes de informação

Uma vez seleccionadas as empresas da amostra pelos critérios anteriormente definidos, foram consultadas todas as edições do *Diário Económico* e *Semanário Económico* entre Junho de 1991 e Novembro de 1995, sendo esse o único jornal diário que publicou regularmente as notícias sobre lucros.

Embora o processo de recolha de informação tenha sido muito trabalhoso, era inevitável para garantir a qualidade do estudo, acabou por permitir a recolha de outras notícias muito importantes sobre as sociedades de modo a excluir alguns casos em que se considerou haver eventos publicados, que não apenas os lucros, a condicionar as cotações, como sejam ofertas públicas de aquisição. Deve-se salientar que, por este facto, ocorreram 5 exclusões em 41 casos iniciais e que as exclusões foram todas feitas *a priori.*

No quadro 1 apresenta-se o resumo com as sequências de lucros publicados, tendo sido a maioria dos valores retirados do *Diário Económico* e, muito excepcionalmente, das publicações da BVL.

QUADRO 1

Evolução dos lucros das sociedades da amostra (1990-1995)

	1990	1991	1992	1993	1994
Banco Chemical	3 268 734	3 200 000	3 212 000	3 500 000	1 400 000
Banco de Fomento e Exterior			12 000 000	12 119 000	
Banco Espírito Santo	12 586 276	15 000 000	18 200 000	20 200 000	17 600 000
Banco Internacional de Crédito	1 471 973	1 600 000	770 000	860 000	830 000
Banco Português de Investimento	8 566 911	9 350 000	13 960 000	8 100 000	7 940 000
Banco Português do Atlântico	12 012 216	25 000 000	20 000 000	22 330 000	22 200 000
Banco Totta e Açores	9 680 259	18 534 000	22 300 000	24 100 000	23 400 000
Corticeira Amorim	1 566 087	808 601	521 000	721 000	1 600 000
Crédito Predial Português	2 012 000	221 975	1 906 000	2 800 000	
EFACEC	1 428 796	1 019 000	1 235 000	836 000	513 000
ENGIL	374 870	780 000	815 000	737 000	623 000
Marconi	9 025 055	7 600 000	3 600 000	4 030 000	6 186 000
Soares da Costa	1 582 657	2 242 000	1 277 000	353 000	1 063 000
Sonae Investimentos	2 859 603	5 400 000	2 333 577	4 955 000	10 700 000
Tranquilidade	888 364	1 011 000	324 000	500 000	1 160 000
UNICER	1 582 583	2 300 000	2 700 000	2 900 000	2 634 000

Como o modelo de mercado utiliza a rendibilidade do mercado como variável explicativa das rendibilidades dos activos, optou-se por usar o índice BVL — Geral não só por ser o mais representativo do mercado accionista em Portugal, como por existir para todo o período de análise (1991-95) e por ser calculado pela própria BVL segundo uma metodologia de grande solidez (Confraria, Fonseca e Pinheiro, 1990), tendo ainda a vantagem de já incluir o ajustamento dos dividendos. É de salientar, no entanto, a crítica de Roll (1977) à utilização de índices de acções como representativos da rendibilidade de mercado. De acordo com Roll (1977) o S&P500 ou qualquer outro índice de acções só por acaso poderia cair na fronteira eficiente derivada por Markowitz.

Os preços de cotação das acções da empresas da amostra e o Índice BVL — Geral foram fornecidos pela Bolsa de Valores de Lisboa.

3.2 — Estimativa dos betas

Uma das maiores dificuldades teóricas da aplicação do modelo de rendibilidade residual está na utilização do risco sistemático das acções, conhecidos como «betas». Estatisticamente o beta é um coeficiente de declive da função linear da rendibilidade de uma acção relativamente a um índice de mercado. Blume (1971) demonstrou que os betas de cada acção são muito instáveis mas que a estabilidade aumenta com o alargamento do período de cálculo. Como refere Levy (1974) quanto maior o período menor o «ruído» provocado por acontecimentos aleatórios. No entanto, este autor também salienta que períodos muitos longos fazem com que acontecimentos mais recentes tenham pouco peso no cálculo do beta.

Copeland e Weston (1988) referem que muitos dos estudos empíricos utilizam, no cálculo dos

betas, rendibilidades mensais no período de cinco anos. Também a Merrill Lynch e muitas outras instituições financeiras seguem esse método (Brealey e Myers, 1997). De referir que das pesquisas efectuadas não se encontraram trabalhos em que os betas das empresas que constituem a amostra estivessem calculados com base na metodologia anteriormente referida, tendo em consideração o período de análise de meados de 1991 a meados de 1995. Assim, optou-se por calcular os betas para o referido período, tendo por base as rendibilidades mensais, incluindo dividendos, cujos resultados se apresentam no quadro 2.

QUADRO 2

Betas históricos das sociedades da amostra (1991-1995)

Sociedade cotada	Beta	R^2
Banco Chemical	0,95	0,35
Banco de Fomento e Exterior	1,00	–
Banco Espírito Santo	0,38	0,09
Banco Internacional de Crédito	*0,01	0,00
Banco Português de Investimento	0,85	0,34
Banco Português do Atlântico	0,67	0,30
Banco Totta e Açores	0,99	0,26
Corticeira Amorim	1,57	0,47
Crédito Predial Português	*0,13	0,02
Efacec	0,92	0,26
Engil, SA	1,84	0,36
Marconi	1,30	0,39
Soares da Costa	2,07	0,42
Sonae Investimentos	2,23	0,62
Tranquilidade	0,31	0,07
Unicer	0,95	0,34
Médias	1,01	0,29

Teste *t student* evidencia ser aproximadamente zero com grau de significância a 1%.

De referir que o beta do BFE não foi calculado devido ao historial bolsista deste título ser demasiado curto, tendo-se então optado por utilizar um beta igual à unidade. Deve ainda salientar-se que nem sempre se utilizou o período de Janeiro de 1991 a Dezembro de 1995 por diversas razões específicas de cada empresa, tendo em consideração acontecimentos como OPA, OPV e não existência de cotação.

O teste *t student* aplicado ao alfa de cada empresa evidenciou para todas ser aproximadamente igual zero com grau de significância 1%. Quanto ao beta apenas o BIC e o CPP evidenciaram a possibilidade de o mesmo ser nulo, com 1% de grau de significância.

3.3 — Cálculo da taxa de rendimento anormal

A taxa de rendimento anormal dos títulos da amostra foi estimado através de um pequeno programa desenvolvido em Pascal conforme definida pela equação 6. De referir que, previamente, houve o cuidado de fazer o tratamento às séries de cotações, de forma a resolver o problema das sessões sem cotação, quer por suspensão quer por falta de negociação.

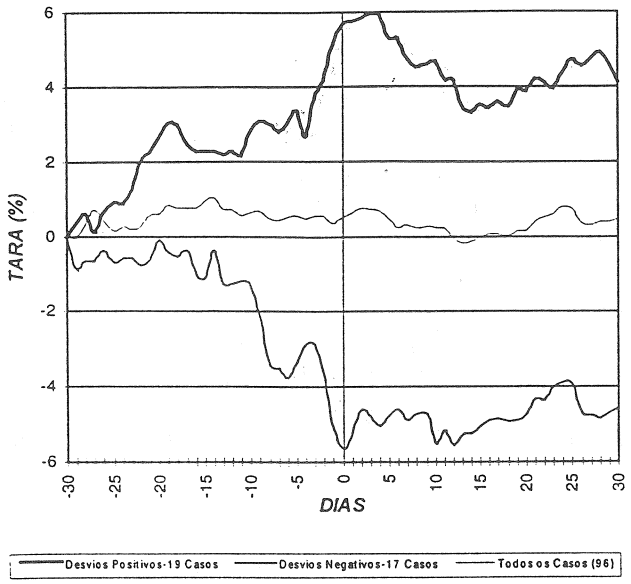
A análise dos resultados obtidos — evolução da TARA ao longo das 61 sessões — para todos os casos, bem como para as publicações de lucros acima e abaixo das expectativas, conforme metodologia anteriormente descrita serão apresentados e analisados na próxima secção.

4 — Análise dos resultados obtidos

Completado o tratamento dos dados, apresenta-se agora a evolução da TARA calculada para a amostra e para os 36 casos de lucros inesperados.

FIGURA 1

Evolução da TARA



Constata-se, pela evolução da TARA média da amostra, que a publicação dos lucros das empresas, em média, não ocasiona qualquer taxa de rendimento anormal, pois a TARA não é estatisticamente diferente de zero (quadro 3). No entanto, quando os resultados publicados são superiores às expectativas verifica-se existirem taxas acumuladas de rendimento anormal positivas e quando os resultados publicados são inferiores às expectativas há taxas de rendimento anormal negativas, com significância estatística. Estes resultados apresentam significado estatístico, como se pode ver pelo quadro seguinte.

QUADRO 3

Análise dos resultados inesperados

Resultados inesperados	N	$TARA_0$			$TARA_{+30}$		
		$\bar{X}$	σ	Grau de significância (percentagem)	$\bar{X}$	σ	Grau de significância (percentagem)
Acima das expectativas	19	5,69	2,09	* 0,33	4,10	2,96	8,23
Abaixo das expectativas	17	– 5,64	2,60	* 1,50	– 4,55	3,68	10,80
Total de casos	96	0,52	0,90	28,10	0,46	1,27	35,90

* Estatisticamente significativo com grau de confiança superior a 97,5%.

Além disso, as taxas de rendimento ajustam-se gradualmente até à data da publicação dos resultados pelo que parece que o mercado antecipa a informação publicada. De facto, ao longo das 30 sessões que precedem a publicação existem, para os casos de resultados inesperados, taxas acumuladas de rendimento anormal que atingem no próprio dia da publicação quase 6% positivos ou negativos, consoante os lucros publicados sejam acima ou abaixo das «expectativas».

Apesar da antecipação feita pelo mercado sobre a publicação dos lucros, o presente estudo evidência comportamentos diferentes dos dois tipos de desvios às expectativas. No período anterior à publicação, nota-se que os lucros abaixo das expectativas só parecem causar forte reacção nas cotações mais perto do dia da publicação, isto é, nas dez sessões que a antecedem, enquanto os lucros acima das expectativas parecem influenciar as cotações de uma forma mais prolongada, durante as trinta sessões da análise. Esta análise pode evidenciar que as empresas com melhor resultados encontram formas de divulgação das boas notícias sem as publicarem, enquanto que as empresas com resultados mais fracos evitam essa divulgação.

No período pós-publicação parece haver uma ligeira tendência inversa de evolução da taxa acumulada de rendimento anormal. Essa redução da TARA é mais acentuada no caso de publicação de resultados acima das expectativas, pelo que parece que o mercado recebeu com alguma euforia as boas notícias. Estes resultados, embora de pouco significado estatístico, são consistentes com a hipótese de reacção exagerada dos mercados às notícias (Bondt e Thaler, 1985) e com a teoria das perspectivas [4] (Kahnerman e Tversky, 1974) que argumenta que os indivíduos tratam os riscos respeitantes aos ganhos de forma diferenciada dos riscos associados às perdas.

Apesar dos relativamente poucos casos usados no estudo por serem reduzidas as sociedades cotadas com notícias sistemáticas sobre os lucros, foi possível rejeitar com grande confiança as hipóteses de atribuir ao acaso as taxas de rendimento anormal obtidas com as informações sobre os lucros inesperados. Mais ainda, como os casos com desvios positivos são distintos e independentes dos casos com desvios negativos, assim também serão as taxas diárias e acumuladas de rendimento anormal. Desse modo, a probabilidade de se ter por acaso, simultaneamente, $TARA_0 \geq 5{,}69\%$ para as notícias melhores que as expectativas e $TARA_0 \leq -5{,}64\%$ para as notícias de resultados inesperados inferiores às expectativas é de 0,33% x 1,50% = 0,00495%.

[4] Tradução de «Prospect Theory».

5 — Conclusões

A análise à reacção de mercado pela publicação dos resultados das empresas sobre o preço de cotação das suas acções baseou-se numa amostra de 16 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa no período 1991-1995.

De uma forma geral, ou seja, em média, a evolução registada pelas cotações das empresas que publicaram os seus resultados foi idêntica à evolução das empresas com idêntico grau de risco. Isso significa que, as expectativas do mercado sobre lucros estiveram, em média, certas.

No entanto, a segmentação da amostra em publicação de lucros acima e abaixo das expectativas, evidencia uma antecipação do mercado à publicação dos respectivos anúncios. Tanto no caso de lucros acima como abaixo das expectativas, ao longo do período que antecedeu a publicação dos lucros, registaram-se sempre taxas acumuladas de rendimento anormal positivo no primeiro caso e negativo no segundo, sendo estatisticamente significativos.

Após a publicação dos lucros, as cotações tendem a acompanhar de novo o mercado, por vezes com ligeiros ajustamentos de sentido contrário ao do movimento registado antes da publicação, sendo o ajustamento maior no caso de os resultados serem melhores do que as expectativas, o que é consistente com a hipótese de reacção exagerada dos mercados às notícias (Bondt e Thaler, 1985) e com a teoria das perspectivas desenvolvida por Kahnerman e Tversky (1974).

As taxas de rendimento anormal registadas após a publicação dos resultados indiciam que essa publicação contém muito pouca informação para o mercado e que os preços de cotação se ajustam quase totalmente nas 30 sessões antes da publicação.

As notícias sobre lucros abaixo das expectativas parecem ter sido incorporadas mais tarde nas cotações do que aquelas acima das expectativas, admitindo-se que isso resulte do facto de as empresas com resultados melhores que as expectativas comecem a dar sinais e a divulgar os mesmos por diversas vias, enquanto que as empresas com resultados mais desfavoráveis que as expectativas retenham essa informação o mais tempo possível.

Do ponto de vista da eficiência do mercado, os resultados obtidos suportam, de certa forma, a hipótese da eficiência semiforte em relação às acções de maior liquidez cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa no período 1991-1995, uma vez que após a publicação dos lucros não foi possível, em média, usar essa informação para obter rendimentos acima do mercado.

Os resultados do estudo apontam para que só existe utilidade da informação sobre os lucros para os investidores se estes conseguirem ter acesso a estes dados antes da sua publicação. Visto terem-se registado, de forma generalizada, taxas de rendimento anormais positivas e negativas, nas semanas que precederam a publicação de lucros inesperados, com aceleração nos dias imediatamente anteriores, uma das hipótese explicativas que Elton e Gruber (1995) propõem para esse facto, é a fuga sistemática de informação privilegiada a que vulgarmente se chama *inside trading.* Estes acontecimentos nada têm de específico em relação ao mercado de capitais português. Elton e Gruber (1995) e Copeland e Weston (1988) mencionam diversos estudos que o comprovam. Seja como for, os investidores que tenham limitado a sua informação sobre os lucros aquilo que foi publicado no *Diário Económico* não terão conseguido obter uma rendibilidade superior à de mercado.

Finalmente, deve salientar-se que a teoria financeira considera que o valor de uma empresa é função dos fluxos de caixa actualizados a uma taxa de custo de capital ajustada ao risco, pelo que os estudos sobre a reacção do mercado à publicação dos lucros só podem testar a rapidez de ajustamento dos preços de cotação desde que se pressuponha que os lucros têm um impacto directo no valor da empresa ou como refere Schlosser (1992), que são a melhor estimativa a prazo dos fluxos de caixa futuros de uma empresa.

Referências bibliográficas

BALL, R., e BROWN, P. (1968) — «An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers», *Journal of Accounting Research,* Outono, 159-178.

BREALEY, R. A., e MYERS, S. C. (1997) — *Principles of Corporate Finance,* 4ª ed., Nova Iorque, McGraw-Hill.

BROWN, S. (1978) — «Earnings Changes, Stock Prices, and Market Efficiency», *Journal of Finance,* 33, 17-28.

BVL (1994), *Sociedades com Acções Cotadas — Mercado de Cotações Oficiais e Segundo Mercado,* Lisboa, BVL.

CONFRARIA, J., FONSECA, F., e PINHEIRO, J. (1990) — *Metodologia dos Índices Oficiais de Valores Mobiliários de Rendimento Variável,* Lisboa, Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Portuguesa.

COPELAND, T., e WESTON, J. (1988) — *Financial Theory and Corporate Policy,* Reading/Massachusetts, Addison-Wesley.

DE BONDT, W., e THALER, R. (1985) — «Does the Stock Market Overreact?», *Journal of Finance,* 40, 793-808.

ELTON, E., e GRUBER, M. (1995) — *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis,* Nova Iorque, John Wiley & Sons.

FAMA, E., FISHER, F. L., JENSEN, M. C., e ROLL, R. (1969) — «The Adjustment of Stock Prices to New Information», *International Economic Review,* Fevereiro, 10, 1, 1-21

FAMA, E. (1970) — «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance,* 25, 383-417.

—— (1991) — «Efficient Capital Markets II», *Journal of Finance,* 46, 383-417.

FERNANDES, P. (1996) — *Lucros Inesperados e Rendibilidade no Mercado de Capitais Português,* Lisboa, ISEG/UTL.

FERREIRA, R. (1992) — *O Plano Oficial de Contabilidade — Ensaios e Estudos Críticos,* Lisboa, Escher.

KAHNEMAN, D., e TVERSKY, A. (1974) — «Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk», *Econometrica,* 47, 263-291.

KOTHARI, S., e SLOAN, R. (1992) — «Information in Prices About Future Earnings», *Journal of Accounting and Economics,* 15, 143-171.

LEV, B. (1989) — «On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research», *Journal of Accounting Research,* 27, suplemento, 153-192.

NEWBOLD, P. (1994) — *Statistics for Business and Economics,* Nova Jérsia, Prentice-Hall.

PATELL, J. (1989) — «Discussion of On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research», *Journal of Accounting Research,* 27, suplemento, 193-201.

ROLL, R. (1977) — «A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests», *Journal of Financial Economics,* 4, 129-176.

SCHLOSSER, M. (1992) — *Corporate Finance: A Model Building Approach,* 2.ª ed., Nova Iorque, Prentice Hall.