

**CUE460 - O IMPACTO DO LUCRO FUTURO SOBRE O RETORNO ATUAL DO  
PREÇO DAS AÇÕES: UM ESTUDO NOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA NO  
PERÍODO DE 2000 A 2014**

**Autoria**

Franciane de Oliveira Alvarenga  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

Leila Batista Mello  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

Alfredo Sarlo Neto  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

**Resumo**

O preço das ações está relacionado a um conjunto de fatores, inclusive o conteúdo informacional das organizações, que se interagem formando a expectativa do mercado sobre o desempenho futuro da empresa e da economia. Dentre esses fatores, o lucro contábil atual e suas expectativas são as principais fontes informacionais que os investidores analisam para tomar suas decisões. Vários estudos empíricos vem analisando essa relação entre retorno do preço das ações e lucro contábil, diante disso, o objetivo desse estudo é avaliar o papel do lucro futuro para explicar o retorno presente do preço das ações para empresas da América Latina, durante o período de 2000 a 2014. O estudo pode ser considerado empírico-analítico, com natureza quantitativa, pois por meio de regressão múltipla tenta comprovar hipóteses da relação retorno e lucro. Os resultados apontam que o mercado acionário estudado reage à divulgação dos lucros contábeis quando estes representado pelo lucro atual, pelo prejuízo futuro (também chamado de más notícias) e pela variação do lucro.

## O IMPACTO DO LUCRO FUTURO SOBRE O RETORNO ATUAL DO PREÇO DAS AÇÕES: UM ESTUDO NOS PAÍSES DA AMÉRICA LATINA NO PERÍODO DE 2000 A 2014

### RESUMO

O preço das ações está relacionado a um conjunto de fatores, inclusive o conteúdo informacional das organizações, que se interagem formando a expectativa do mercado sobre o desempenho futuro da empresa e da economia. Dentre esses fatores, o lucro contábil atual e suas expectativas são as principais fontes informacionais que os investidores analisam para tomar suas decisões. Vários estudos empíricos vem analisando essa relação entre retorno do preço das ações e lucro contábil, diante disso, o objetivo desse estudo é avaliar o papel do lucro futuro para explicar o retorno presente do preço das ações para empresas da América Latina, durante o período de 2000 a 2014. O estudo pode ser considerado empírico-analítico, com natureza quantitativa, pois por meio de regressão múltipla tenta comprovar hipóteses da relação retorno e lucro. Os resultados apontam que o mercado acionário estudado reage à divulgação dos lucros contábeis quando estes representado pelo lucro atual, pelo prejuízo futuro (também chamado de más notícias) e pela variação do lucro.

**Palavras-chave:** retorno; preço das ações; lucro; conteúdo informacional; mercado.

### 1 INTRODUÇÃO

Em um mercado cada vez mais desenvolvido e complexo, a contabilidade assume um papel de suma importância para os usuários externos no que tange à capacidade de fornecer informações que os influenciem em suas decisões, também chamada de informatividade ou conteúdo informacional.

A partir de um mercado considerado eficiente, a ideia de que a empresa possui conteúdo informacional interfere na expectativa dos investidores em relação ao seus retornos futuros e afetam, conseqüentemente, o valor atual da empresa. Nos últimos 50 anos, esse tema tem motivado diversos pesquisadores a fim de comprovar tal relação, embora, ainda haja pesquisas que apontam resultados contrários desde o surgimento das primeiras pesquisas (Ball & Brown, 1968; Lev, 1989; Kothari, 2001).

Uma vez que o retorno das ações em um período reflete a visão do mercado na expectativa de lucros futuros, este, acaba por fornecer aos investidores uma grande parte do conteúdo informacional da empresa, que juntamente às suas interpretações sobre o risco e o retorno envolvendo seus investimentos, realizam suas tomadas de decisões.

Entretanto, o lucro contábil pode ser considerado intempestivo, haja vista que ele está sujeito às limitações impostas pelas regulações e práticas contábeis voltadas à objetividade, conservadorismo e pelas próprias regras para o reconhecimento das receitas. Apesar de algumas diferenças na regulação e prática contábil, estudos anteriores mostram que não há diferenças substanciais na relação entre retornos de ações e ganhos contábeis entre diferentes economias desenvolvidas.

Dessa forma, os preços e os lucros podem representar a realidade do mercado, independente de quão desenvolvido seja. Apesar disso, os resultados contábeis no mesmo período têm capacidade limitada para refletir os retornos atuais. O incremento informacional contido nos lucros futuros, não expresso pelo lucro atual, representa uma importante variável omitida no modelo tradicional da relação retorno-lucro. A ausência dessa nova variável contribui, juntamente com outras informações, para obtenção de baixos e viesados coeficientes de resposta para o lucro e baixo poder explicativo dos modelos (Kothari & Zimmerman, 1995; Kothari, 2001).

Vários estudos, internacionais e nacionais, foram realizados a fim de explorar (direta ou indiretamente) ou reconhecer a não contemporaneidade informacional entre preços e lucros, por exemplo, Beaver, Lambert, & Morse (1979), Kothari & Sloan (1992), Kothari (1992), Collins, Kothari, Shanken & Sloan (1994), Ayers & Freeman (2000), Galdi & Lopes (2008), Dimitropoulos & Asteriou, (2009) Pimentel & Lima (2010), Santos & Lustosa (2010), Sales (2011), e Paulo, Sarlo Neto & Santos (2012), Truong (2012) e Santos et al (2013).

Desse modo, tem-se como objetivo desse trabalho avaliar o papel do lucro futuro para explicar o retorno presente do preço das ações para empresas da América latina, durante o período de 2000 a 2014. Como objetivos específicos têm-se: verificar a explicação do retorno do preço das ações em relação ao lucro em  $t$ ; verificar a explicação do retorno do preço das ações em relação ao lucro em  $t+1$  (lucro futuro); verificar a explicação do retorno do preço das ações em relação à variação do lucro.

Ao investigarmos os aspectos temporais da relação retorno-lucro, busca-se estudar e analisar o comportamento de mercado em países da América latina e, com isso, contribuir teoricamente e metodologicamente para o avanço dessa relação nesses mercados.

Para isso, o estudo tem uma abordagem metodológica empírico-analítica, considerado uma pesquisa explicativa de natureza quantitativa. Assim, a série histórica foi compreendida entre os anos de 2000 a 2014, para países da América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, México, Argentina e Peru).

O trabalho está organizado da seguinte maneira: a segunda seção discute os pressupostos teóricos acerca do tema; a terceira parte estabelece as hipóteses da pesquisa e trata dos aspectos relacionados à metodologia empregada; a quarta descreve e discute os resultados encontrados; e a quinta apresenta as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A relação entre os retornos das ações e os lucros contábeis tem sido um tema de pesquisa há muitos anos. Os pioneiros nesse assunto foram Ball & Brown (1968) que verificaram que os preços das ações e os lucros contábeis variam na mesma direção, comprovando a hipótese da importância das informações contábeis para a formação das expectativas futuras dos usuários que participam do mercado acionário.

Outros estudos importantes foram os de Kothari (1992), Kothari & Sloan (1992), e Kothari & Zimmerman (1995), que discutiram e demonstraram os efeitos desse fenômeno sobre os modelos econométricos que tratam da relação preço-lucro, tradicionalmente utilizados, até então, na literatura internacional, e ofereceram alternativas para mitigá-los. Dessa forma, o interesse por este assunto vem crescendo cada vez mais, visto que investidores utilizam-se do conteúdo informacional, advindo da contabilidade, para tomar suas decisões.

Beaver (1989) afirmou que o lucro por ação é o único item das demonstrações financeiras que recebem maior atenção dos investidores. Além disso, os lucros contábeis facilitam os analistas e investidores a prever os fluxos de caixa futuros e lidar com riscos de investimentos relativos.

Salomon (1966) pouco depois defendeu que as informações contábeis, tais como o lucro e o retorno sobre o capital próprio, não são orientações adequadas aos gestores para avaliarem a viabilidade financeira dos investimentos. Esses argumentos surgiram durante uma série de escândalos financeiros que marcou o início do século XXI, alegando que os lucros contábeis são frequentemente manipulados e insuficientes como base de informação para a tomada de decisão (por exemplo, Stewart, 2003). Apesar destes argumentos, os investidores e gerentes ainda utilizam informações sobre o nível e as variações de lucros contábeis, lucro por ação e retorno sobre os ativos.

Vários autores se propuseram a investigar a natureza e o significado da relação entre os lucros contábeis e os retornos de ações (Nichols & Wahlen, 2004). Eles normalmente

encontram uma relação estatisticamente significativa entre lucros contábeis e retornos de ações, o que pode ser explicado da seguinte maneira: boas notícias de ganhos geram maiores fluxos de caixa esperados e, conseqüentemente, os preços das ações e altos retornos para as ações (Sadka & Sadka, 2009).

Para Kothari (2001, p.26) os retornos (preços) contêm informações sobre as mudanças nos retornos futuros:

One implication of prices leading earnings is that even though annual earnings' time-series properties are reasonably described as a random walk and thus successive earnings changes are unpredictable using the information in past time series of earnings, the information set reflected in prices contains information about future earnings changes.

Partindo dos modelos empregados por diversos autores, tal como Easton & Harris (1991), a relação entre o lucro contábil e o retorno das ações é usualmente representada por uma equação em que o retorno das ações é definido como uma variável explicada/dependente da variável lucro contábil. Seguindo esta definição, esta relação assume a seguinte especificação:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LC_{it} + \epsilon_{it}$$

sendo:  $R_{i,t}$  = Retorno da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $LC_{i,t}$  = Lucro contábil da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\alpha_0$  = Intercepto;  $\alpha_1$  = Coeficiente angular entre o lucro contábil e o retorno;  $\epsilon_{it}$  = Erro.

Sob essa ideia, assume-se que os preços contêm mais informações sobre os lucros futuros se comparados à série dos lucros corrente e passados, ou seja, os preços possuem conteúdo informacional em relação aos lucros futuros (Beaver et al., 1980; Kothari & Zimmerman, 1995).

Em um cenário de mercado eficiente, os preços das ações variam em relação às expectativas de geração de fluxo de caixa e lucros futuros (Francis, Olsson & Schipper, 2006). Assim, considerando um mercado eficiente, o retorno das ações deveria variar com a mesma intensidade e direção que os lucros contábeis (Beaver, Clarke, & Wright, 1979).

Kothari (2001) menciona que pesquisas anteriores em Contabilidade e Finanças empregam várias abordagens alternativas para mitigar erros e problemas omitidos nas regressões lucro-retorno ou regressões similares. Jacobson & Aaker (1993) e Warfield & Wild (1992) na regressão de retorno-lucro e Fama (1990) e Schwert (1990) na regressão de retorno na produção industrial incluindo lucros futuros ou crescimento da produção. Neste contexto de modelo simples, eles sugerem um modelo alternativo:

$$R_t = a + b X_t + c X_{t+1} + \epsilon_t$$

Beaver, Clarke & Wright (1979) demonstraram a relação entre a magnitude da variação do lucro contábil e a magnitude do retorno das ações. Os autores verificaram que entre as variações percentuais dos lucros contábeis e dos preços havia uma correlação positiva. Os resultados encontrados indicam que os resultados contábeis e os preços das ações são influenciados pelo mesmo conjunto de fatores.

Easton & Harris (1991) analisaram, no mercado americano, a relação entre lucro e retorno de uma forma alternativa. Os autores adicionaram ao modelo, como variável explicativa, a variação dos lucros contábeis. Os resultados encontrados verificaram que o retorno da ação é mais bem explicado, quando ao lucro contábil é adicionada a variação dos lucros contábeis.

Num primeiro momento, o conjunto inicial de estudos realizados teve como foco a verificação da relevância da contabilidade para os seus usuários. Além dos trabalhos realizados no mercado norte-americano, diversos autores procuraram evidenciar a relevância da contabilidade em outros mercados desenvolvidos ou menos desenvolvidos. Entre eles, destacamos: Brown (1970) na Austrália, Forsgardh & Herten (1975) na Suécia, Firth (1981) no Reino Unido e Knight (1983) na África do Sul. Na literatura internacional, muitos foram

os trabalhos dedicados à capacidade informacional, entre eles, ainda podemos destacar: Foster (1975), Lev (1996), Board & Walker (1990), Strong & Walker (1993) e Collins, Pincus & Xie (1999).

Diante de alguns trabalhos presentes na literatura internacional, confirmou a relação entre a contabilidade e os preços das ações. Entretanto, as evidências encontradas não refletiram uma correlação perfeita entre as variações dos preços e dos lucros contábeis.

Kothari (2001) afirma que a consequência econométrica documentada nos preços das ações é que quando os retornos estão correlacionados com as variações dos lucros atuais, apenas uma parcela dessa variação é uma surpresa para o mercado. Em um mercado eficiente, a parcela antecipada da variação dos lucros é irrelevante na explicação de retornos atuais. Esta parcela de informatividade irrelevante da variação dos lucros contribui para um problema padrão de erros em variáveis (Maddala, 1988; Greene, 1997), que prejudica o coeficiente de resposta ao lucro e reduz o poder explicativo da equação de regressão dos lucros e retorno.

Apesar da existência de uma forte relação, as variáveis lucro contábil e retorno das ações caminham para uma mesma direção, mas com intensidades diferentes. Ou seja, lucros/prejuízos são acompanhados por retornos positivos/negativos das ações, porém com variações diferentes. Essas evidências desencadearam um conjunto de trabalhos que investigaram a influência de diversos elementos sobre essa relação.

Na busca por maior conteúdo informacional e, conseqüentemente, maior poder explicativo das hipóteses testadas, Sarlo Neto (2009) utiliza e cita a importância das seguintes variáveis de controle:

- Atiase (1985) e Freeman (1987) encontraram evidências de que o conteúdo informacional referente aos lucros está positivamente correlacionado com o tamanho da empresa. Assim, quanto maior a empresa, maior o conteúdo informacional contábil. No estudo de Chaney & Jeter (1992), os resultados apontaram que os coeficientes das equações relativos à informatividade aumentam com o tamanho da empresa.
- Collins & Kothari (1989) estudaram o índice Market-to-book (MTB), esse índice MTB é considerado uma proxy para avaliação de oportunidades de investimentos. Os autores encontraram evidências sobre a relação entre a informatividade contábil e o Market-to-Book. Conforme os resultados encontrados, quanto maior a oportunidade de investimento, ou seja, quanto maior o Market-to-Book, maior a informatividade.
- Dhaliwal, Lee & Fargher (1991) estudaram a influência do endividamento. Se o endividamento é uma proxy do risco de inadimplência, então as empresas altamente alavancadas estão associadas à alto risco. Os autores verificaram que empresas endividadas possuem uma fraca relação entre lucro contábil e retorno. Segundo o autor, as empresas com alto grau de endividamento podem sofrer monitoramento constante por parte de seus credores. Assim, as empresas com alto grau de alavancagem podem apresentar maior sensibilidade na relação entre lucro contábil e retornos do que as empresas menos alavancadas.

Diante do exposto, serão testados os seguintes modelos:

$$R_t = f(\text{lucro } t)$$

$$R_t = f(\text{lucro } t, \text{lucro } t+1)$$

$$(A) R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 MTB + \beta_4 END + \beta_5 LNTAM + \beta_6 IFRS$$

$$(B) R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 LPA_{t+1} + \beta_4 NEG_{t+1} + \beta_5 MTB + \beta_6 END + \beta_7 LNTAM + \beta_8 IFRS$$

$$(C) R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 LPA_{t+1} + \beta_4 NEG_{t+1} + \beta_5 VLPA + \beta_6 VAR + \beta_7 MTB + \beta_8 END + \beta_9 LNTAM + \beta_{10} IFRS$$

## 2 HIPÓTESES

Desta maneira, com base nas questões apresentadas foram elaboradas as seguintes hipóteses relacionadas com o poder explicativo do lucro sobre o retorno das ações (calculado pela variação do preço das ações) nas empresas na América Latina:

H1: o Lucro  $t$  explica o retorno em  $t$

H2: o Lucro  $t+1$  explica mais que lucro  $t$

H3: a variação do lucro explica retorno em  $t$

Conforme as hipóteses levantadas, esperam-se os seguintes resultados:

- O Lucro  $t+1$  explica mais que o lucro  $t$ ;
- A variação do lucro explica mais que o lucro  $t$ .

### 3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Considerando que a pesquisa tem características inerentes à tradição positiva da Contabilidade, o presente trabalho adota uma abordagem metodológica empírico-analítica no sentido de buscar explicação para o retorno calculado pelo preço das ações por meio da variável lucro e sua variação no decorrer dos anos.

No intuito de atender aos objetivos da pesquisa, o presente trabalho pode ser classificado como pesquisa explicativa. Para Gil (2002, p. 42), a pesquisa explicativa tem por finalidade “aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê das coisas[...] este tipo de pesquisa tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

A pesquisa tem natureza quantitativa quando se utiliza as técnicas de coleta, tratamento e análise de dados, que de acordo com Oliveira (2011, p. 81), “a pesquisa quantitativa se utiliza de métodos estatísticos, como a estatística descritiva para comprovar hipóteses”. Martins (2002) corrobora afirmando que esse tipo de pesquisa busca privilegiar estudos práticos e se preocupar com relações causais entre variáveis.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, uma vez que utiliza material já elaborado por outros autores, como livros e artigos científicos. Para Marconi & Lakatos (2002, p.71) “a pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre certo assunto, mas propicia o exame de um tema sob novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras”. Além disso, é considerada como ex-post-facto que, segundo Gil (2002, p.49) consiste em uma investigação sistemática e empírica na qual “o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes”.

#### 3.1 Coleta de dados

A base de dados utilizada neste estudo foi gerada no dia 23/08/2016 por meio de informações contidas na base de dados do software Economática®. Foi utilizada uma série histórica compreendida entre os anos de 2000 a 2014, para os países da América Latina contidos no software (Brasil, Chile, Colômbia, México, Argentina e Peru). Assim, foram selecionadas 982 empresas com ações ativas de 19 setores (excluindo as “Financeiras e Seguros” e “Fundos”), e consideradas as classes de ações (preferencial ou ordinária) mais líquidas de cada empresa no período analisado para que então não houvesse duplicidade de observações sobre uma mesma empresa em um mesmo período.

As observações originais resultaram em 14.730 observações (982 empresas no período entre 2000 e 2014); porém apenas 4.767 observações foram utilizadas, uma vez que foram retiradas as empresas nos referidos anos com ausência de informações.

Por apresentar elementos em duas dimensões, séries temporais e dados em corte (cross-section), a amostra de trabalho consiste em um conjunto de dados em painel. Nos dados em painel, a mesma unidade de corte transversal (uma família, uma empresa, um

estado) é acompanhado ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal (Gujarati, 2006).

Por possuir números diferentes de observações de corte para cada unidade de tempo, a amostra do trabalho é considerada como um painel desequilibrado. Para Wooldridge (2014, p.456) “um painel não equilibrado estão ausentes certos anos em pelo menos algumas unidades do corte transversal da amostra”.

Dessa forma, no intuito de verificar as hipóteses propostas foi rodada a regressão no software estatístico Gretl pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que segundo Wooldridge (2014, p.30) “esse nome vem do fato de que essas estimativas minimizam a soma dos quadrados dos resíduos”.

### 3.2 Seleção das variáveis

Variáveis dependente e independentes:

- Retorno: o retorno da ação foi calculado da seguinte forma:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Onde,  $R_{i,t}$  = taxa de retorno da ação  $i$  no período  $[t, t-1]$ ,  $P_{i,t}$  = preço da ação  $i$  na data  $t$ , e  $P_{i,t-1}$  = preço da ação  $i$  na data  $t-1$ .

Os retornos das ações foram calculados por uma janela de 12 meses, tendo com data focal 31/03.

- Lucro por ação (LPA): o lucro por ação apurado no período (31/12).
- Perdas (NEG): variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando o lucro é negativo (prejuízo) e assume valor 0 (zero) caso contrário.
- Variação do LPA (VLPA): variação dos LPA calculado da seguinte forma:

$$VLPA = LPA_{i,t} - LPA_{i,t-1}$$

Onde,  $LPA_{i,t}$  = lucro por ação  $i$  no período  $t$  e  $LPA_{i,t-1}$  = lucro por ação  $i$  na data  $t-1$ .

- Variação da VLPA (VAR) = variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando há variação negativa da VLPA e assume valor 0 (zero) caso contrário.

Variáveis de controle:

- Tamanho (LNTAM): Foi adotada como uma proxy do tamanho da empresa o logaritmo natural do valor de mercado da empresa em 31/12:

$$TAM_{i,t} = \ln(VM_{i,t})$$

Em que,  $TAM_{i,t}$  é o tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\ln(VM_{i,t})$  é logaritmo natural do valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ .

- Market-to-Book (MTB): relação entre valor de mercado dos ativos divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido.

$$MTB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{VCont_{i,t}}$$

Em que,  $MTB_{i,t}$  é o Market-to-Book da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $VM_{i,t}$  é o valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $VCont_{i,t}$  é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ .

- Endividamento (END): relação entre capital de terceiros e passivo total, calculados a cada exercício a partir dos valores registrados no Balanço Patrimonial da empresa:

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Em que,  $END_{i,t}$  é o endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CT_{i,t}$  é o capital de terceiros da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  $PT_{i,t}$  é o passivo total da empresa  $i$  no período  $t$ .

- Ano (IFRS): variável binária que assume valor igual a 1 (um) para os anos que as demonstrações são apresentadas nas novas normas contábeis e 0 (zero) para os anos que não. Sabendo que o Brasil e Chile adotaram a partir de 2010, Argentina, México e Peru em 2012 e a Colômbia somente 2015.

#### 4 RESULTADOS ENCONTRADOS

##### Modelo 1: $R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 MTB + \beta_4 END + \beta_5 LNTAM + \beta_6 IFRS$

A primeira análise realizada foi por meio da matriz de correlação, a qual se constatou que nenhuma das variáveis estão altamente correlacionadas, sugerindo que não há problemas de multicolineariedade.

Posteriormente as variáveis do modelo 1 foram analisadas a fim de verificar o grau explicativo, podendo então verificar que 3,02% (R<sup>2</sup>) da variação na variável dependente Retorno, é explicado pelas variações ocorridas nas variáveis independentes do modelo, conforme apresentado no Quadro 1.

Sabendo que o principal objetivo do método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) é reduzir a soma dos quadrados dos resíduos, pode-se perceber que para o modelo 1, esse valor é de 1,00e+08.

Quadro 1: MQO do Modelo 1

Variável dependente: RETORNO					
Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	67,0601	23,3186	2,8758	0,00405	***
LPA_t	0,034873	0,0149441	2,3336	0,01966	**
NEG_t	-25,9934	7,04285	-3,6908	0,00023	***
MTB	0,685346	0,638233	1,0738	0,28296	
END	0,000653375	0,00441243	0,1481	0,88229	
LNTAM	-1,39562	1,56894	-0,8895	0,37376	
IFRS	-45,6678	3,10597	-14,7032	<0,00001	***
Média var. dependente	27,22543	D.P. var. dependente		147,4116	
Soma resíd. Quadrados	1,00e+08	E.P. da regressão		145,2637	
R-quadrado	0,030152	R-quadrado ajustado		0,028930	
F(6, 4760)	72,84507	P-valor(F)		3,20e-87	
Log da verossimilhança	-30493,33	Critério de Akaike		61000,66	
Critério de Schwarz	61045,94	Critério Hannan-Quinn		61016,57	

Fonte: Dados da pesquisa

Por meio do teste F, o modelo 1 pode ser considerado significativo como um todo, uma vez que seu p-valor é 3,20e-87, ou seja, para um nível de significância ( $\alpha$ ) de 5%, p-valor  $< \alpha$ . Esse resultado vai ao encontro dos achados de Easton & Harris (1991) que mencionam que a informatividade do lucro atual explica o retorno do preço das ações.

Ao realizar o teste t, pode-se verificar que o LPA\_t, NEG\_t e IFRS foram significantes para o modelo, visto que p-valor  $< \alpha$ . O coeficiente da variável LPA\_t nos mostra que ela explica positivamente o comportamento do retorno, ou seja, o aumento em uma unidade de LPA\_t explica um aumento de 0,034873 unidades de retorno, corroborando os achados de Beaver et al. (1980); Kothari & Zimmerman (1995), dentro outros. Já as dummies IFRS e NEG\_t influenciam negativamente no retorno, apontando que as mudanças nas normatizações contábeis, bem como o prejuízo, impactando negativamente. Já as variáveis MTB, END e LNTAM, todas elas variáveis de controle, não apresentaram significância estatística, logo, não impactam no retorno, contrariando os achados de Chaney & Jeter (1992) que apontaram que os coeficientes das equações relativos à informatividade aumentam com o tamanho da empresa; de Dhaliwal, Lee & Fargher (1991) que mencionam as empresas endividadas possuem uma fraca relação entre lucro contábil e retorno; e de Collins & Kothari (1989) que encontraram evidências sobre a relação entre a informatividade contábil e o Market-to-Book

Para finalizar a análise, foram testados os pressupostos dos resíduos:



- Ao realizar o teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade, verificou-se que o p-valor foi igual a 0, rejeitando assim H0: sem heteroscedasticidade, uma vez que p-valor  $< \alpha$ . Dessa forma, os dados foram ajustados com Erros padrão robustos à heteroscedasticidade que, segundo Gujarati (2000, p.390) “mesmo que suspeitemos da heteroscedasticidade ou que a detectemos, não é fácil corrigir o problema. Se a amostra for grande, podemos obter os erros-padrão com heteroscedasticidade corrigida segundo White dos estimadores de MQO e realizar inferências estatísticas com base nesses erros-padrão”.
- Para o teste de normalidade dos resíduos, apesar de p-valor  $< \alpha$ , aceita-se a hipótese nula: o erro tem distribuição Normal, considerando o Teorema do Limite Central, uma vez que  $n > 30$ . Segundo Stevenson (2001) o Teorema do Limite Central afirma que amostras maiores do que 30 são normais, independentemente do formato da distribuição de probabilidade da população da qual está sendo retirada a amostra.
- No intuito de analisar se as variáveis independentes possuem comportamento semelhante (correlação elevada), realiza-se o teste de multicolineariedade por meio da estatística VIF (*Variance Inflation Factor*) – medida de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido à multicolineariedade. Como nenhuma variável apresentou VIF  $> 10$ , pode-se considerar que não há problemas de colinearidade entre as mesmas (Gujarati, 2000).

**Modelo 2:  $R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 LPA_{t+1} + \beta_4 NEG_{t+1} + \beta_5 MTB + \beta_6 END + \beta_7 LNTAM + \beta_8 IFRS$**

A análise iniciou por meio da matriz de correlação, constatando que nenhuma das variáveis estão altamente correlacionadas, sugerindo que não há problema de multicolineariedade.

Conforme Quadro 2, o modelo 2 indica que 3,13% (R<sup>2</sup>) da variação na variável dependente Retorno, é explicado pelas variações ocorridas nas variáveis independentes do modelo. Considerando um R<sup>2</sup> ajustado de 2,97% para o modelo 2, mediante 2,89% para o modelo 1, verifica-se, então a pequena superioridade do modelo 2 em relação ao 1.

Em relação à soma dos quadrados dos resíduos, apesar de aumentar o poder explicativo, não houve alteração em relação ao modelo 1, mantendo o valor de 1,00e+08.

Quadro 2: MQO do Modelo 2

Variável dependente: RETORNO					
Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	74,0082	24,3149	3,0437	0,00235	***
LPA_t	0,0328093	0,0202387	1,6211	0,10506	
NEG_t	-18,9147	6,18029	-3,0605	0,00222	***
LPA_t+1	-0,00241335	0,0167785	-0,1438	0,88564	
NEG_t+1	-15,0767	5,44943	-2,7667	0,00569	***
MTB	0,656456	0,640708	1,0246	0,30561	
END	0,00109016	0,0045071	0,2419	0,80889	
LNTAM	-1,83444	1,63263	-1,1236	0,26124	
IFRS	-44,3119	3,14929	-14,0704	<0,00001	***
Média var. dependente	27,22543	D.P. var. dependente		147,4116	
Soma resíd. Quadrados	1,00e+08	E.P. da regressão		145,2056	
R-quadrado	0,031335	R-quadrado ajustado		0,029706	
F(8, 4758)	55,63237	P-valor(F)		5,86e-87	
Log da verossimilhança	-30490,42	Critério de Akaike		60998,84	

Critério de Schwarz	61057,06	Critério Hannan-Quinn	61019,29
---------------------	----------	-----------------------	----------

Fonte: Dados da pesquisa

Por meio do teste F, o modelo 2 pode ser considerado significativo como um todo, uma vez que seu p-valor  $5,86e-87 < 5\%$ , ou seja, rejeita-se a hipótese de que o R<sup>2</sup> é igual a zero, logo pelo menos uma das variáveis independentes exerce influência sobre o retorno.

Ao realizar o teste t, pode-se verificar que o NEG<sub>t</sub>, NEG<sub>t+1</sub> e IFRS foram significantes para o modelo, visto que p-valor  $< \alpha$ , apontando que todas essas *dummies* NEG<sub>t</sub>, NEG<sub>t+1</sub> e IFRS influenciam negativamente o retorno, como encontrado no modelo 1, incluindo ainda, o prejuízo futuro. Ao considerar que LPA<sub>t</sub> e LPA<sub>t+1</sub> não foram significativas estatisticamente, apontando a não existência de relação entre o lucro atual e o lucro futuro com o retorno. Esse resultado corrobora a ideia de Basu (1997) que, em função do conservadorismo contábil, o lucro atual reflete mais rapidamente os eventos negativos. Para este modelo, as variáveis de controle MTB, END e LNTAM, continuaram não apresentando significância estatística, corroborando os resultados achados no modelo 1.

Quanto aos pressupostos dos resíduos, pode-se considerar que:

- Ao realizar o teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade, verificou-se que o p-valor foi igual a 0, rejeitando assim H<sub>0</sub>: sem heteroscedasticidade, uma vez que p-valor  $< \alpha$ . Dessa forma, os dados foram ajustados com Erros padrão robustos à heteroscedasticidade da mesma forma que o Modelo 1.
- Para o teste de normalidade dos resíduos, aceita-se a hipótese nula: o erro tem distribuição Normal, mesmo que o p-valor esteja  $< \alpha$ , levando em consideração o Teorema do Limite Central ( $n > 30$ ).
- O teste de multicolineariedade por meio da estatística VIF analisou se as variáveis independentes possuem comportamento semelhante (correlação elevada), e por meio dos resultados encontrados pode-se considerar que não há problemas de colinearidade entre as mesmas, pois nenhuma variável apresentou VIF  $> 10$ .

**Modelo 3:  $R_t = \alpha + \beta_1 LPA_t + \beta_2 NEG_t + \beta_3 LPA_{t+1} + \beta_4 NEG_{t+1} + \beta_5 VLPA + \beta_6 VAR + \beta_7 MTB + \beta_8 END + \beta_9 LNTAM + \beta_{10} IFRS$**

Ao realizar a primeira análise desse modelo, a matriz de correlação, percebeu-se que nenhuma das variáveis estão altamente correlacionadas, considerando então, que não há problemas de multicolineariedade.

A análise do modelo 3, apresentado no Quadro 3, indica que 4,88% (R<sup>2</sup>) da variação na variável dependente Retorno, é explicado pelas variações ocorridas nas variáveis independentes do modelo. Considerando o R<sup>2</sup> ajustado de 4,68% do modelo 3, 2,97% para o modelo 2 e 2,89% para o modelo 1, verifica-se superioridade do modelo 3 em relação aos demais, ou seja, considera-se que esse modelo é o que melhor explica (dentro os estudados) a relação de preço e retorno.

Em relação à soma dos quadrados dos resíduos, constata-se que houve uma redução em relação aos modelos anteriores, passando de 1,00e+08 para 98509339, corroborando com o fato de que o modelo 3 supera os modelos anteriores.

Quadro 3: MQO do Modelo 3

Variável dependente: RETORNO				
Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1				
	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
Const	85,5145	24,7822	3,4506	0,00056 ***
LPA <sub>t</sub>	0,0343259	0,0171897	1,9969	0,04589 **
NEG <sub>t</sub>	-7,51773	5,76358	-1,3044	0,19218

LPA_t+1	0,00524085	0,0164819	0,3180	0,75052	
NEG_t+1	-14,9609	5,41614	-2,7623	0,00576	***
VLPA	-0,0374247	0,0221707	-1,6880	0,09147	*
VAR	-40,5878	3,52001	-11,5306	<0,00001	***
MTB	0,549831	0,570885	0,9631	0,33554	
END	0,000292539	0,00389404	0,0751	0,94012	
LNTAM	-1,59626	1,61039	-0,9912	0,32163	
IFRS	-40,1682	3,07751	-13,0522	<0,00001	***
Média var. dependente	27,22543	D.P. var. dependente	147,4116		
Soma resíd. Quadrados	98509339	E.P. da regressão	143,9189		
R-quadrado	0,048826	R-quadrado ajustado	0,046826		
F(10, 4756)	54,99469	P-valor(F)	1,5e-105		
Log da verossimilhança	-30446,99	Critério de Akaike	60915,98		
Critério de Schwarz	60987,14	Critério Hannan-Quinn	60940,98		

Fonte: dados da pesquisa

Por meio do teste F, o modelo 3 pode ser considerado significativo como um todo, uma vez que seu p-valor  $1,5e-105 < \alpha$ , ou seja, rejeita-se a hipótese de que o R<sup>2</sup> é igual a zero, considerando que pelo menos uma das variáveis independentes exerce influência sobre o retorno.

Ao realizar o teste t, pode-se verificar que o LPA\_t, NEG\_t+1, VAR e IFRS foram significantes para o modelo, visto que p-valor  $< \alpha$ . O coeficiente da variável LPA\_t nos mostra que ela contribui positivamente para o retorno, ou seja, o aumento em uma unidade de LPA\_t aumenta o retorno em 0,0343259 unidades. Já as *dummies* NEG\_t+1 e VAR foram significantes estatisticamente, apontando que as notícias ruins (prejuízo em t+1 e variação negativa das variações do LPA) impactam negativamente sobre o retorno. Esses resultados vão ao encontro dos achados de Beaver (1996) apud Kothari (2001, p. 27) que afirma que a informação que existe na variação dos retornos (mudança do preço) é mais rica do que a informação dos lucros contábeis, além do estudo de Beaver, Clarke & Wright (1979) que demonstraram a relação entre a magnitude da variação do lucro contábil e a magnitude do retorno das ações. Já NEG\_t, LPA\_t+1, VLPA, não apresentaram significância estatística para o modelo, não influenciando assim o retorno, esses resultados vão na mesma direção dos achados de Beaver et al. (1980) e Kothari & Zimmerman (1995) em que os preços possuem mais conteúdo informacional em relação aos lucros futuros. Além disso, as variáveis de controle MTB, END e LNTAM, continuaram não apresentando significância estatística, não exercendo influência sobre o retorno, percebendo então, que em nenhum dos três modelos, as variáveis de controle mencionadas pelos autores Chaney & Jeter (1992), Dhaliwal, Lee & Fargher (1991) e Collins & Kothari (1989), impactam na relação preço e retorno.

Em relação à última análise, a dos pressupostos dos resíduos, tem-se:

- O teste de Breusch-Pagan para a heteroscedasticidade, verificou-se que o p-valor foi igual a 0, rejeitando assim H<sub>0</sub>: sem heteroscedasticidade, uma vez que p-valor  $< \alpha$ . Dessa forma, os dados foram ajustados com Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, também encontrado nos outros modelos.
- Para o teste de normalidade dos resíduos, apesar de p-valor  $< \alpha$ , aceita-se a hipótese nula: o erro tem distribuição Normal, considerando o Teorema do Limite Central, uma vez que  $n > 30$ .
- O teste de multicolineariedade por meio da estatística VIF, analisou se as variáveis independentes possuem comportamento semelhante (correlação elevada), como nenhuma variável apresentou VIF  $> 10$ , considerou que não há problemas de colinearidade entre as mesmas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou 982 empresas na América Latina entre os anos de 2000 a 2014 com o objetivo de avaliar o papel do lucro futuro para explicar o retorno presente no preço das ações.

Considerando que os investidores tomam suas decisões baseadas no retorno das ações em um período, refletindo uma visão do mercado na expectativa de lucros futuros. Além disso, fornece grande parte do conteúdo informacional da empresa juntamente às suas interpretações sobre o risco e o retorno envolvendo seus investimentos, proporcionando decisões eficientes.

De acordo com as evidências empíricas encontradas pode-se apresentar os resultados relativos às hipóteses da pesquisa levantadas:

Quadro 4: Resultado das Hipóteses

	R2	R2 ajustado	p-valor	Soma resíd. Quadrados	Resultados
<b>H1</b>	3,02%	2,89%	3,20e-87	1,00e+08	<b>Confirmada</b>
<b>H2</b>	3,13%	2,97%	5,86e-87	1,00e+08	<b>Confirmada parcialmente</b>
<b>H3</b>	4,88%	4,68%	1,5e-105	98509339	<b>Confirmada parcialmente</b>

Fonte: Dados da pesquisa

O modelo 1 confirma a hipótese levantada por Easton e Harris (1991) de que a informatividade do lucro atual explica o retorno do preço das ações em 3,02% (R2). Corroborando com a ideia de que a Contabilidade propicia uma avaliação do desempenho empresarial, contribuindo para a redução da assimetria informacional.

Em relação a hipótese 2, a qual busca comprovar que o lucro em t+1 explica mais que lucro t, conforme citado Kothari (2001), pode-se observar que é comprovada parcialmente. O modelo é significativo com um R2 ajustado é de 2,97%, porém, vale ressaltar que, a notícia ruim de prejuízo futuro (NEG\_t\_1) que é a variável que influencia no retorno do preço das ações, e não o lucro propriamente dito (positivo). O resultado corrobora os achados de Kothari (2001, p.35) quando ele menciona que os coeficientes tanto dos lucros futuros quanto atuais possuem valores relevantes porém enviesados porque ambos contêm componentes de taxas de crescimento desses lucros os quais são irrelevantes para explicar o Retorno em t. Além disso, vai ao encontro dos resultados encontrado por Basu (1997) que, em função do conservadorismo contábil, o lucro atual reflete mais rapidamente os eventos negativos (Más Notícias). Sendo assim, relativiza-se a hipótese *price-lead-earnings*, uma vez que o não sincronismo informacional tenderá a ser maior quando se tratar de Boas Notícias.

Por meio dos resultados encontrados, pode-se então observar que o modelo 3 que inclui como variável independente a variação do lucro por ação, tem maior poder explicativo que os demais, haja visto que seu R2 ajustado é de 4,68%. Porém, é importante ressaltar que nesse modelo, as variáveis significativas são o LPA\_t, NEG\_t\_1 e VAR, concluindo que o lucro atual juntamente com as notícias ruins futuras (prejuízo em t+1 e variação negativa da VLPA) são as variáveis que influenciam o retorno. Assim, os resultados corroboram o estudo de Beaver (1996) apud Kothari (2001, p. 27) que afirma que a informação que existe na variação dos retornos (mudança do preço) é mais rica do que a informação dos lucros contábeis: “na verdade, a tese de Beaver et al. é que os preços conduzem a lucros, o que significa que a informação contida nas variações dos retornos (preços) é mais rica do que a dos lucros contábeis”.

Vale ressaltar a baixa correlação entre lucros presentes e retornos atuais, encontradas nesse estudo, alguns autores relatam que o objetivo dos padrões contábeis deveria ir de

encontro a maximização dessa correlação, ainda existe muita discussão sobre esse tema. Porém algo que é perceptível é a correlação entre os lucros futuros e os retornos atuais, conforme Kothari (2001, p.16):

Muitos defendem mudanças nos padrões contábeis devido à percepção de que os ganhos utilizando os princípios geralmente aceitos na contabilidade (GAAP) atuais têm baixa correlação com os preços de títulos (por exemplo, Lev, 1989). Eles propõem métodos contábeis alternativos que possivelmente melhorariam a correlação com os retornos das ações (por exemplo, Lev e Zarowin, 1999). Outros afirmam que a correlação entre os resultados contábeis e retornos de ações seria uma função dos objetivos das demonstrações financeiras. Existe uma demanda por informações objetivas e verificáveis que sejam úteis para fins de contratação e avaliação de desempenho (Watts e Zimmerman, 1986). Essa demanda distorce o processo contábil no sentido de apresentar informações históricas resumindo os efeitos das transações reais, em vez das transações esperadas, como exemplo o que ocorre com a aplicação do princípio de reconhecimento de receita. Em contrapartida, as variações nos preços dos títulos refletem principalmente revisões nas expectativas de rentabilidade futura.

Sugere-se para futuras pesquisas aprimorar o modelo proposto a fim de aumentar o poder explicativo, principalmente no que tange a inclusão de variáveis de controles que sejam significativas ao modelo proposto.

## REFERENCIAS

- Atiase, R. (1985). Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, p. 21-36.
- Ayers, B. C., & Freeman, R. N. (2000). Why do large firms' price anticipate earnings earlier than small firms' price? *Contemporary Accounting Research*, 17 (2), p. 191-212.
- Ball, R., Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, p. 159-178.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), p. 3-37.
- Beaver, W., Lambert, R., & Morse, D. (1980). The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 2 (1), p. 3-28.
- Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of accounting research*, p.316-340.
- Board, J. G. L., & Walker, M. (1990). Intertemporal and cross-sectional variation in the association between unexpected accounting rates of returns and abnormal returns. *Journal of Accounting Research*, 28(1).
- Brown, P. (1970). The impact of the annual net profit report on the stock market. *The Australian Accountant*, p. 277-283.
- Chaney, P., & Jeter, D. (1992). The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients. *Contemporary Accounting & Economics*, 28 (2), p. 83-115.

- Collins, D., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficient. *Journal of Accounting and Economics*, 11, p. 43-81.
- Collins, D., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: role of book value of equity. *The Accounting Review*, 74, p. 29-61.
- Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the Low Contemporaneous Return-Earnings Association. *Journal of Accounting and Economics*, 18 (3), p. 289-324.
- Dhaliwal, D., Lee, K., & Fargher, N. (1991). The Association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, 8, p. 20-41.
- Dimitropoulos, P., & Asteriou, D. (2009). The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market, *International Journal of Economics and Finance*, 1 (1), p. 40-50.
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, p.19-36.
- Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *Journal of Finance*, 45, p. 1089–1108.
- Firth, M. (1981). The relative information content of the release of financial results data by firms. *Journal of Accounting Research*, 9, p. 521-529.
- Forsgardh, I. E., & Herten, K. (1975). The adjustment of stock prices to new information. In: Elton, E.J., Gruber, M. J. (Eds.). *International capital markets*. Amsterdam: North-Holland, p. 68-86.
- Foster, G. (1975). Accounting earnings and stock prices of insurance companies. *The Accounting Review*, 50, p. 686-698.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2006) Earnings Quality. *Foundations and Trends in Accounting* 1(4), p. 259-340. Recuperado de <<http://dx.doi.org/10.1561/14000000004>>. Acesso em: 02 set 2016.
- Freeman, R. (1987). The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 9, p. 195-228.
- Galdi, F. C., & Lopes, A. B. (2008). Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. *Revista de Administração*, São Paulo, 43 (2), p.186-201.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. (4. ed) São Paulo: Atlas.
- Greene, W.H. (1997). *Econometric analysis*. (3. ed.) New Jersey: Prentice-Hall.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books.

- Jacobson, R., & Aaker, D. A. (1993). Myopic Management Behavior with efficient, but imperfect, financial markets: a comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan. *Journal of Accounting & Economics*, 16 (4), p. 383-405.
- Knight, R.F. (1983). The Association between published accounting data and the behavior of share prices. Unpublished doctoral thesis. Cape Town: University of Cape Town.
- Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in price about future earnings: implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3), p.143-171.
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (2), p.155-192.
- Kothari, S. P. (1992). Price-earnings regressions in the presence of prices lead earnings: earnings level versus change specifications and alternative defactors. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3), p. 173-202.
- Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. Cambridge. Disponível em: <<http://web.mit.edu/kothari/www>>. Acesso em: 02 set 2016.
- Lev, B., & Amir, E. (1996). Value Relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22.
- Maddala, G. S. (1988). *Econometrics*. (5. ed.) Singapore: McGraw-Hill.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2002). *Técnicas de Pesquisa*. (5. ed.) São Paulo: Atlas.
- Martins, G. A. (2002). *Manual de elaboração de monografias e dissertações*. (3. ed.) São Paulo: Atlas.
- Nichols, C., & Wahlen, J. M. (2004). How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence, *Accounting Horizons*, 18 (4), p.263-286.
- Oliveira, A. B. S. (2011). *Métodos da Pesquisa Contábil*. São Paulo: Atlas.
- Paulo, E., Sarlo Neto, A., Santos, & M. A. C. (2012). Reação do preço das ações e intempetividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5 (1), p. 54-79.
- Pimentel, R. C., & Lima, I. S. (2010). Time-series properties of earnings and their relationship with stock prices in Brazil. *Business and Economics Research Journal*, 1 (4), p. 43-65.
- Sadka, G., & Sadka, R. (2009). Predictability and the earnings–returns relation. *Journal of Financial Economics*, 94 (1), p. 87-106.
- Sales, I. C. H. (2011). A dinâmica da relação entre os lucros contábeis e os retornos acionários nas empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação de mestrado, Programa Multi-institucional e Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB, UFRN, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.

- Sarlo Neto, A. (2009). Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro. Tese de doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Santos, M. A. C., & Lustosa, P. R. B. (2010). Importância relativa do conteúdo informacional do resultado contábil no mercado acionário brasileiro. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil.
- Santos, M. A. C., Mol, A. L. R., Anjos, L. C. M., & Santiago, J. S. (2013). Prices Lead Earnings no Brasil? Revista Contabilidade e Finanças – USP, São Paulo, 24(63), p. 243-256.
- Schwert, G.W. (1990). Stock volatility and the crash of 1987. Review of Financial Studies, 3, p. 77-102.
- Solomon, E. (1996). Return on investment: The return of book-yield to true yield, In: Research in Accounting Measurement, Chicago: American Accounting Association, p. 232–244.
- Stewart, B. (2003) How to fix accounting – measure and report economic profit. Journal of Applied Corporate Finance, 15 (3), p. 63-82.
- Strong, N., & Walker, M. (1993). The explanatory power of earning for stock returns. The Accounting Review, 66 (2).
- Truong, C. (2012). Options trading and the extent that stock prices lead future earnings information. Journal of Business Finance & Accounting, 39 (7-8), p. 960-996.
- Warfield, T. A., & Wild, J. J. (1992). Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns. The Accounting Review, 67 (4), p. 821-842.
- Wooldridge, J. M. (2014). Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. (Tradução da 4. ed. Norte-americana) São Paulo: Cengage Learning.