

## INFLUÊNCIA DOS INDICADORES CONTÁBEIS NO PREÇO DAS AÇÕES: UMA ANÁLISE EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE TELECOMUNICAÇÕES

*INFLUENCE OF FINANCIAL INDICATORS IN STOCK PRICE: A REVIEW IN BRAZILIAN  
TELECOMMUNICATIONS COMPANIES*

DOI: <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v8i2.316>

**Edicreia Andrade dos Santos<sup>a</sup>, Daiane da Cunha<sup>b</sup> e Marinês Taffarel<sup>c</sup>**

<sup>a</sup> **Edicreia Andrade dos Santos**  
edicreiaandrade@yahoo.com.br  
Universidade Federal do Paraná - UFPR

<sup>b</sup> **Daiane da Cunha**  
dayanecunha\_irati@hotmail.com  
Universidade Estadual do Centro Oeste – UNICENTRO

<sup>c</sup> **Marinês Taffarel**  
marinestaffarel@yahoo.com.br  
Universidade Estadual do Centro Oeste – UNICENTRO

**Data de envio do artigo:** 13 de janeiro de 2016.

**Data de aceite:** 21 de junho de 2017.

**Palavras-chave:**

Indicadores Contábil-financeiros; Preço das ações Ordinárias; Telecomunicações.

**Resumo**

A presente pesquisa busca avaliar em que medida os indicadores contábil-financeiros influenciam no retorno das ações de empresas do setor de telecomunicações listadas na BM&FBovespa. Foi considerada como variável dependente o retorno das ações ordinária referente às seguintes datas: (i) fechamento de cada trimestre, (ii) 15 e 30 dias após o fechamento de cada trimestre e, como independentes os indicadores contábil-financeiros EBITDA, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Margem Líquida. A amostra da pesquisa é composta por três empresas do setor de telecomunicações (Telefônica Brasil S.A., Oi S.A e Tim Participações S.A) que apresentaram cotação de suas ações ordinárias no período de 01/01/2007 a 31/12/2013 e totalizaram 28 trimestres. Os dados foram analisados por meio de Regressão Linear Múltipla com dados em painel. Os achados indicam que o retorno do preço das ações ordinárias 30 dias após o fechamento do trimestre é o modelo que melhor apresenta os efeitos dos indicadores contábil-financeiros sobre o valor das ações. Todavia, somente a variável Retorno Sobre o Patrimônio Líquido se mostrou significativa estatisticamente, explicando em até 6,4% o retorno das ações das empresas analisadas. Salienta-se que o fato de o impacto no preço das ações serem capturados 30 dias após o fechamento do trimestre vai ao encontro da data em que as empresas publicam os seus demonstrativos contábeis, corroborando a ideia da importância das informações disponibilizadas pela contabilidade ao mercado de capitais.

**Keywords:**

Accounting and financial indicators; Price of Ordinary Shares; Telecommunications.

**Abstract**

*This paper aims to evaluate the extent that accounting and financial indicators influence on the stock returns of telecommunications sector companies listed on the BM&FBovespa. As dependent variable was chosen the return of ordinary shares related to the following dates: (i) the close of each quarter, (ii) 15 and 30 days after the close of each quarter and, as independent variable, financial and accounting indicators of EBITDA, Return on Equity and Net Margin. The research sample consists of three companies in the telecommunications industry (Telefônica Brasil S.A., Oi S.A. and Tim Participações S.A.) that presented the price of its ordinary shares in the period from 01/01/2007 to 12/31/2013, totalizing 28 quarters. Data were analyzed using multiple linear regression with panel data. The findings indicate that the return of the price of ordinary shares 30 days after the end of the quarter is the model that best shows the effects of accounting and financial indicators on stock value. However, only the Return on Equity was significant, explaining up to 6.4% return of the analyzed companies shares. Note that the impact on the stock price captured 30 days after the end of the quarter is aligned with the date on which financial statements are disclosed, supporting the idea of importance that information provided by accounting has to the capital market.*

## 1. INTRODUÇÃO

Com a evolução da contabilidade e a crescente busca por reportar aos usuários da informação o desempenho subjacente das organizações, a evidenciação contábil (*disclosure*), revelou-se como um instrumento fundamental para o acompanhamento dos investimentos e para a avaliação do desempenho financeiro da entidade, bem como a sua transparência corporativa perante a sociedade (BARROS; ESPEJO; FREITAS 2013).

No mercado de capitais, a contabilidade apresenta-se com grande relevância, pois segundo

Lopes (2002, p. 7), “o mercado financeiro de forma geral, é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio dos analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais”. Neste entendimento, como é permanente a busca por melhor desempenho organizacional, observa-se que as negociações no mercado de capitais têm gerado a indispensabilidade de informações precisas e tempestivas.

Desta forma, tendo em vista a competitividade no cenário empresarial e a necessidade das organizações em captar recursos, observa-se a crescente preocupação em apresentar aos investidores

e demais usuários deste mercado, indicadores contábil-financeiros que possam fundamentar a avaliação da performance operacional destas entidades. Ademais, no mercado de capitais, diversas são as informações e variáveis que podem impactar em seu desempenho, como (i) as expectativas dos agentes, (ii) os níveis de governança corporativa, (iii) a(s) taxa(s) de juros e, (iv) a informação contábil.

Por conseguinte, estas variáveis geram oscilações no preço das ações dentro do mercado de capitais, algumas apenas em determinadas empresas, outras em alguns setores da economia, e outras em todo o mercado. Assim, ao abordar a importância da informação contábil para o mercado de capitais, Chen e Zang (2007) argumentam que se a contabilidade realmente for fonte de informação para esta área, valores fundamentais contidos nos demonstrativos devem estar correlacionados com as mudanças de preços das ações.

Deste modo, entendendo que o preço da ação reflete em toda e qualquer informação relevante ajustando-se aos riscos e retornos esperados no mercado de capitais, torna-se significativo investigar a influência da informação contábil com ênfase nos indicadores no preço das ações. Assim sendo, destaca-se que dentre algumas das metodologias mais abordadas atualmente para este tipo de análise são: o *Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), denominado como Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA) que evidencia a capacidade de geração de recursos das entidades; o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e a Margem Líquida (ML) que medem o retorno proporcionado pelos investimentos dos proprietários das organizações.

Diante deste contexto, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão: qual a influência dos índices financeiros EBITDA, RSPL e ML no preço das ações das empresas brasileiras de telecomunicações? Com vistas a responder este questionamento, apresenta-se como objetivo do estudo verificar a influência dos índices financeiros EBITDA, RSPL e ML no preço das ações das empresas brasileiras do setor de telecomunicações listadas na BM&FBovespa.

Ressalta-se a escolha do setor de telefonia pela sua importância para a economia nacional. De acordo com a Telebrasil em 2013 a Receita Operacional Bruta deste segmento foi de R\$ 227,8 bilhões, o valor mais alto do seu histórico, o que equivale a 4,7% do PIB nacional além dos investimentos que ficaram em torno de R\$ 29 bilhões (TELEBRASIL, 2013).

O presente artigo está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A seção dois apresenta o referencial teórico. Na seção três são apresentados os procedimentos metodológicos. A seção quatro análise e discussão dos dados e na seção cinco as considerações finais. O estudo é finalizado com a apresentação das referências utilizadas para sua consecução.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Mercado de Capitais

Na busca pela expansão e consolidação no mercado, as empresas tendem de forma permanente a captar recursos para o funcionamento de suas atividades operacionais por meio de capital próprio ou de terceiros (SILVA et al., 2009). O financiamento por intermédio de capital de terceiros é exigível e aumenta o endividamento da organização, enquanto que por meio de capital próprio ocorre com a retenção de lucros, aporte de capital dos sócios, ou pela abertura de capital com a negociação de ações. Desta forma, como os recursos decorrentes da própria atividade operacional são escassos, grandes empresas recorrem à participação de acionistas como fonte de investimento viabilizado pelo mercado de capitais (SILVA et al., 2009).

A respeito do mercado de capitais, Pinheiro (2008) define-o como um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ainda de acordo com o autor, o mesmo representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem a finalidade de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

Adicionalmente, Pinheiro (2008) salienta que no mercado de capitais existem dois tipos distintos de investidores que podem ser classificados em investidores individuais e investidores institucionais. Os primeiros são as pessoas físicas ou jurídicas que participam diretamente no mercado e assumem individualmente os riscos, já os investidores institucionais, são pessoas jurídicas que por determinações governamentais, são obrigados a investir parte de seus capitais no mercado de ações, constituindo uma carteira de investimento

e dividindo desta forma o risco com os demais investidores (PINHEIRO, 2008).

Ainda no que diz respeito ao mercado de capitais, Laggioia (2007) descreve que o mesmo é dividido em duas áreas, a citar: (i) a institucionalizada, onde há um órgão regulamentador e as operações são realizadas por meio de intermediação financeira, e (ii) a não institucionalizada, onde a negociação é direta, entre a empresa e o investidor e não há regulamentação. Na área institucionalizada, os órgãos regulamentadores são: o Conselho Monetário Nacional (CMN), a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (LAGIOIA, 2007). Cada um destes órgãos possui uma função distinta, quer seja fiscalizar, regulamentar, normatizar e assessorar o mercado de capitais. Complementa a lista destes órgãos regulamentadores, os agentes operadores como, as corretoras, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bancos múltiplos e de investimento, a bolsa de valores, investidores e companhias de capital aberto (LAGIOIA, 2007).

Entre os agentes deste mercado, as principais organizações são as Bolsas de Valores, nas quais se concentram empresas que buscam recursos de médio e longo prazo e investidores que almejam liquidez e maior retorno de seus investimentos (GITMAN, 2004). Nestas, são comercializadas as ações que, são títulos que representam a menor fração do capital social de uma organização e, o acionista é um coproprietário com direito a participação nos resultados das organizações (ASSAF NETO, 2003). Essas ações são classificadas em ordinárias e preferenciais, sendo que as primeiras conferem ao titular ou conjunto de titulares direito de voto e maior concentração de papéis da empresa, e as preferenciais não conferem o direito de voto, contudo, asseguram aos seus proprietários prioridade no recebimento dos dividendos e no reembolso de capital em caso de dissolução da empresa (ASSAF NETO, 2003).

As negociações no mercado secundário geram grande volume de negócios com ações e, conseqüentemente, oscilações nos preços, segundo as informações e as expectativas dos investidores acerca dos dividendos sobre o resultado das empresas conforme a informação contábil divulgada. A tentativa de entender estas oscilações de preços é objeto de estudo há vários anos pela ciência contábil.

## 2.2. Informação contábil e mercado de capitais

A evidenciação das informações contábeis está vinculada aos objetivos da contabilidade, de modo a assegurar que a informação contábil alcance vários tipos de usuários. Para Ludícibus (2000) a evidenciação, portanto, constitui compromisso inalienável da contabilidade com seus usuários, e diz respeito à apresentação ordenada de informações quantitativas e qualitativas, propiciando uma base adequada de informações úteis para a tomada de decisão.

Os demonstrativos contábeis são considerados parte integrante de um sistema de evidenciação contábil (*disclosure*), e por meio destes a entidade assegura a sua transparência perante o público e demais participantes de mercado (AQUINO, SANTANA, 1992). Deste modo, à evidenciação revela-se como um instrumento essencial para o investidor no acompanhamento dos seus investimentos e conseqüentemente na avaliação do desempenho financeiro da entidade.

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB) em seu Pronunciamento nº 1 estabelece que as informações disponibilizadas pela contabilidade devem assumir características de utilidade para seus usuários, buscando auxiliar na tomada de decisão de investimentos e demais informações (FASB, 1978). Ademais, a essência da informação contábil está diretamente relacionada à sua utilidade no processo decisório devendo assumir, para tanto, algumas características qualitativas que de acordo com a Estrutura Conceitual do *International Accounting Standards Board* (IASB, 2001) são os atributos que tornam a informação contábil útil a seus usuários. Ressalta-se que são quatro características qualitativas, a mencionar: a relevância, a confiabilidade, a comparabilidade e a compreensibilidade.

Neste contexto, para que a informação contábil assumira características de relevância, ela deve ser tempestiva ou possuir característica de previsibilidade (FASB, 1980). Para assumir a característica da confiança, de acordo com o Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 R1, 2011) a informação contábil deve representar adequadamente as transações e outros eventos que ela diz representar. Porém, para que uma informação tenha apreço, não basta apenas que ela seja relevante, também deve

apresentar confiabilidade para embasar a tomada de decisão.

Em relação à característica da comparabilidade, os usuários devem poder comparar as demonstrações de uma entidade ao longo do tempo, a fim de identificar as tendências na sua posição patrimonial, financeira e no seu desempenho (CPC 00R1, 2011). Por sua vez no que concerne à característica da compreensibilidade, o CPC 00R1 (CPC, 2011) afirma que é uma qualidade essencial das informações apresentadas nas demonstrações contábeis e que elas sejam prontamente entendidas pelos seus usuários.

No que diz respeito à eficiência das informações contábeis e sua efetiva utilização no mercado de capitais existem diversos estudos empíricos (BALL; BROW, 1968; YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Ball e Brow (1968), por exemplo, evidenciaram a relação entre a informação contábil e o mercado de capitais, reportando que, a publicação dos demonstrativos contábeis agrega valor informativo ao mercado de capitais. A partir de então, a literatura passou a adotar a premissa de que a contabilidade fornece informações para o mercado de capitais, utilizando-se desse modelo para verificar as relações entre a mesma e a oscilação de preço das ações (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Em âmbito nacional, o pioneiro dos estudos relacionados à informação contábil e o mercado de capitais é Lopes (2002) que investigou a relação entre lucro e preços das ações, constatando que os lucros e os dividendos oferecem evidências de superioridade quando comparados com fluxo de caixa das empresas. O autor identificou ainda, que os números contábeis possuem grande poder explicativo para as informações brasileiras, porém este é concentrado nos valores do patrimônio líquido e não no lucro como é comum encontrar na literatura contábil.

No mercado de capitais, diversos são os informes e variáveis que podem impactar a sua performance, como as expectativas dos agentes, os níveis de governança corporativa, a taxa de juros e, a informação contábil. Bezerra e Lopes (2004, p. 136) explicam que “para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao do anúncio) da mesma ocorreram variações importantes nos preços.” Assim, as informações procedentes dos relatórios contábeis são fatores que possivelmente influenciam os preços das ações.

Neste contexto, Lopes e Martins (2005, p. 77) argumentam que “dentro do paradigma positivo, a relação entre a informação contábil e o preço dos títulos negociados em bolsas de valores é central”, e ainda “a relação entre a informação emanada da contabilidade e esses preços indica que as expectativas dos agentes estão sendo alteradas. Esse processo sinaliza que os números contábeis refletem um conteúdo informativo que o mercado ainda não possui”. Desta forma, considerando a importância econômica do mercado de capitais brasileiro, relevantes pesquisas têm sido desenvolvidas relacionando à divulgação de informações contábeis e a reação do mercado (LOPES, 2002; SARLO NETO et al., 2003; LIMA; TERRA, 2004; SARLO NETO, 2004; LOPES et al., 2007; DANTAS; MEDEIROS; LUSTOSA, 2006; LORIATO; GOMES, 2006; SANTOS, 2008) concluem, em sua maioria que as informações contábeis são significativas para explicar o preço das ações, todavia não é possível detectar quais variáveis contábeis exercem influência nas decisões dos investidores.

Deste modo, nesta pesquisa são analisadas apenas as informações disponíveis publicamente, ou seja, nos demonstrativos contábeis. São utilizados como fatores determinantes do preço das ações apenas alguns indicadores fornecidos pela análise das demonstrações contábeis, conforme elencados: *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), Margem Líquida e o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido.

### **2.3. EBITDA, Margem líquida (ML) e Retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL)**

O EBITDA corresponde a *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* e corresponde ao Lucro antes de juros, taxas, depreciação e amortização (LAJIDA). Esta medida de desempenho foi elaborada, buscando atender a finalidade da contabilidade como principal fornecedora de informações para fins decisórias, para os mais diversos níveis e diferentes usuários (FREZZATI; AGUIAR, 2007).

O EBITDA adquiriu notoriedade nos Estados Unidos na década de 1970 quando as empresas começaram a utilizá-lo como uma medida temporária para analisar somente o período que uma entidade, investindo em

infraestrutura, levaria para prosperar no longo prazo (SANTANA; LIMA, 2004). No Brasil, o mesmo foi impulsionado somente no final da década de 1990, e mesmo não sendo de divulgação obrigatória, várias organizações o publicam diretamente. Embora não haja dificuldades para sua obtenção, devido ao fato das organizações possuírem discricionariedade para calculá-lo, em 2010 a CVM colocou em audiência pública a minuta que dispunha sobre a sua divulgação voluntária pelas companhias abertas, mas apenas em 2012 foi publicada a Instrução CVM nº 527 a qual está sendo utilizada para as divulgações desde 1º de janeiro de 2013 (CVM, 2012).

Este indicador consiste em uma leitura rápida das linhas da demonstração de resultados de uma organização, que permite obter uma geração de caixa aproximada, representando o quanto a empresa gera de recursos em sua atividade, expurgando os efeitos financeiros e de impostos, tornando-se importante para avaliar a qualidade operacional da empresa. No entanto, embora apresente várias vantagens, o EBITDA é alvo de diversas críticas, por mensurar a geração de caixa e não considerar alguns itens como, por exemplo, os desembolsos com investimentos, que contribui para que empresas apresentem um elevado indicador EBITDA e conseqüentemente uma ótima margem, mas com parte desses recursos é consumida por estes desembolsos.

Por sua vez, o indicador de Margem Líquida evidencia a capacidade da organização em gerar lucro comparativamente à receita líquida de vendas. Para Santos, Schmidt e Martins (2006, p. 137) este índice “indica quantos \$ a empresa lucrou após a dedução de todas as despesas para cada \$ 1,00 de receita líquida”. Ou seja, quanto maior for o resultado, melhor, pois significa que a empresa está gerando lucro cada vez maior por meio de suas vendas líquidas. O mesmo é ideal para comparar entidades com a mesma estrutura de capital e é obtido pela seguinte fórmula:

$$\text{Margem Líquida} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$$

O indicador Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) ou *Return On Equity* (ROE) representa o quanto o acionista lucra em cada unidade monetária investida na empresa (ASSAF NETO, 2003). Deste modo, por meio do seu cálculo relaciona-se a rentabilidade com a participação dos proprietários dos negócios da empresa, evidenciando claramente

o retorno sobre o investimento. Seu índice é obtido da seguinte forma:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido} \times 100$$

De acordo com Matarazzo (2010), a atribuição do índice de rentabilidade do patrimônio líquido é demonstrar a taxa de rendimentos do capital próprio, a qual pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como a exemplo da Caderneta de poupança, CDBS, Letras de Câmbio, Fundos de Investimentos. A utilização do RSPL, e de outros indicadores fazem parte da análise econômico-financeira, que é uma ferramenta gerencial que desempenha papel essencial para o processo de tomada de decisão.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa caracteriza-se quanto aos objetivos, como descritiva (GIL, 2007). É assim classificada por busca descrever a influência dos índices contábeis EBITDA, Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e Margem Líquida (ML) no preço das ações das empresas de telecomunicação brasileira.

Em relação aos procedimentos, utilizou-se de pesquisa bibliográfica, documental e estudo de eventos. Nas pesquisas da área contábil o estudo de evento é aplicado para explicar o comportamento dos preços dos títulos frente à divulgação de informações ao mercado. Para Batistella et al., (2004) a essência de um estudo de eventos se resume na tentativa de mensurar os impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos. Desta forma, os eventos estudados referem-se ao fechamento de trimestre e a publicação dos demonstrativos contábeis de empresas de telecomunicações listadas na BM&FBovespa. Para tanto, são estudados o comportamento dos preços das ações Ordinárias na data de fechamento dos trimestres, e nas datas defasadas em relação à data de publicação dos demonstrativos contábeis conforme segue: 15 e 30 dias após a publicação, no período compreendido de 01/01/2007 a 31/12/2013.

A população de pesquisa constitui-se de empresas brasileiras do setor de telecomunicações listadas

na BM&FBovespa no ano de 2013 perfazendo um total de dez companhias. Para a seleção da amostra adotou-se os seguintes critérios: (i) as empresas que dispunham de preços das ações durante o período de amostragem, (ii) seleção apenas das empresas que publicaram o EBITDA em suas demonstrações contábeis nos anos analisados e; (iii) o *Market Share* das Operadoras. Assim, a amostra final resultou em três empresas, a mencionar: (a) Telefônica Brasil S.A., (b) Tim Participações e (c) Oi S.A. O período de análise foi de 01 de janeiro de 2007 a 31 de dezembro de 2013, totalizando 28 trimestres coletados no banco de dados da *InfoMoney*. Justifica-se o período inicial devido a ser 3 anos antes da adoção das

normas internacionais (IFRS - *International Financial Reporting Standard*) de contabilidade (2007 a 2009) e 3 anos após (2011 a 2013) para certificação de possíveis influências das normas nos eventos.

Após a coleta dos dados foi aplicada a técnica de regressão linear múltipla, que de acordo com Cunha e Coelho (2007, p. 132) tem como finalidade identificar a “existência de dependência estatística de uma variável denominada dependente, ou variável prevista ou explicada, em relação a uma ou mais variáveis independentes, explanatórias ou preditoras”. Para o procedimento utilizou-se como variável dependente o retorno do preço as ações obtido por meio da seguinte fórmula:

$$R_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

Sendo:  $R_t$  = Retorno ações;  $P_t$  = Período final;  $P_{t-1}$  = Período inicial

Desta forma, a variável dependente é o retorno do preço das ações ordinárias, referindo alternativamente às seguintes datas: (i) retorno das ações no fechamento de cada trimestre, (ii) retorno das ações 15 dias após o fechamento do trimestre e, (iii) retorno das ações 30 dias após o fechamento do trimestre. Como variáveis independentes, coletou-se dos dados do EBITDA divulgado pelas empresas e calculados os indicadores Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RPL) e a Margem Líquida (ML) para o período analisado.

#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na sequência serão apresentadas consecutivamente três tabelas contendo as variáveis dependentes (retorno de ações) e independentes (indicadores contábil-financeiros) das companhias: Tim Participações S.A, Telefônica Brasil S.A e Oi S.A para o período analisado, conforme se inicia a seguir.

**Tabela 1 - Retorno das Ações e Indicadores Contábil-financeiros da empresa Tim Participações S.A. no período de 2007 a 2013.**

Período	Variáveis dependentes			Variáveis independentes		
	Rt Ações Trim.	Rt Ações 15 dias após fech. Trim.	Rt Ações 30 dias após fech. Trim.	EBITDA	RSPL (%)	ML (%)
1º Trim./2007	-0,15	0,10	0,01	664.051	-0,25	-0,68
2º Trim./2007	0,04	0,02	-0,04	743.711	0,43	1,11
3º Trim./2007	-0,01	-0,02	0,08	547.281	-1,57	-3,85
4º Trim./2007	-0,26	0,02	0,02	914.837	2,37	5,43
1º Trim./2008	-0,16	0,02	0,05	535.364	-1,41	-3,61
2º Trim./2008	-0,21	-0,04	-0,09	636.661	-0,45	-1,07
3º Trim./2008	0,24	0,00	-0,21	799.834	0,29	0,67
4º Trim./2008	-0,32	0,05	0,38	927.558	3,85	8,45
1º Trim./2009	0,18	0,08	0,11	715.015	-2,11	-4,99
2º Trim./2009	0,14	0,05	-0,17	863.732	4,39	9,45
3º Trim./2009	-0,13	0,14	-0,06	876.641	2,79	6,16
4º Trim./2009	0,22	0,01	-0,02	1.085.568	4,84	11,63
1º Trim./2010	-0,02	-0,07	-0,13	947.083	0,63	1,66
2º Trim./2010	0,03	0,01	-0,05	1.010.077	1,44	3,54
3º Trim./2010	-0,01	-0,01	-0,04	1.035.095	1,64	3,99
4º Trim./2010	-0,10	0,08	0,10	1.201.340	18,30	48,01

1º Trim./2011	0,22	0,00	0,05	1.032.553	17,92	50,23
2º Trim./2011	0,10	-0,02	0,02	1.147.863	3,22	8,23
3º Trim./2011	-0,01	-0,02	0,02	1.157.438	2,83	7,24
4º Trim./2011	0,03	0,02	0,05	1.320.427	3,07	8,44
1º Trim./2012	0,23	0,01	-0,01	1.175.355	2,03	6,02
2º Trim./2012	-0,04	-0,10	-0,23	1.210.181	2,58	7,57
3º Trim./2012	-0,29	-0,07	-0,08	1.201.381	2,72	7,90
4º Trim./2012	0,04	-0,01	0,07	1.425.041	3,34	9,20
1º Trim./2013	0,11	-0,06	-0,05	1.223.773	2,16	6,50
2º Trim./2013	-0,04	0,03	0,05	1.232.198	2,73	7,80
3º Trim./2013	0,24	0,13	0,11	1.252.001	2,18	6,20
4º Trim./2013	0,15	0,09	0,03	1.498.773	3,42	9,63

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 2 evidencia os dados da companhia Telefônica Brasil S.A.

**Tabela 2 - Retorno das Ações e Indicadores Contábil-financeiros da empresa Telefônica Brasil S.A. no período de 2007 a 2013.**

Período	Variáveis dependentes			Variáveis independentes		
	Rt Ações Trim.	Rt Ações 15 dias após fech. Trim.	Rt Ações 30 dias após fech. Trim.	EBITDA	RSPL (%)	ML (%)
1º Trim./2007	-0,004	-0,03	0,15	1.577	5,65	15,99
2º Trim./2007	0,30	0,12	-0,004	1.584	5,49	16,44
3º Trim./2007	-0,03	0,04	-0,01	1.536	4,57	14,53
4º Trim./2007	-0,14	-0,09	-0,02	1.519	6,48	17,17
1º Trim./2008	-0,10	-0,01	-0,04	1.523	4,72	12,76
2º Trim./2008	0,06	-0,03	-0,04	1.644	6,14	16,43
3º Trim./2008	-0,03	0,02	-0,05	1.679	5,43	14,60
4º Trim./2008	-0,02	0,005	0,00	1.700	7,16	17,44
1º Trim./2009	0,07	-0,01	0,04	1.489	4,59	12,19
2º Trim./2009	0,10	-0,08	-0,13	1.548	5,11	13,82
3º Trim./2009	-0,04	0,04	0,01	1.445	5,52	15,35
4º Trim./2009	-0,02	-0,05	-0,03	1.395	5,42	13,65
1º Trim./2010	-0,14	-0,03	-0,02	1.276	3,45	10,35
2º Trim./2010	0,09	0,06	0,07	1.516	6,25	17,84
3º Trim./2010	0,14	0,08	0,06	1.297	5,78	16,29
4º Trim./2010	0,08	0,002	0,01	1.424	5,34	15,56
1º Trim./2011	0,06	0,01	0,03	1.189	4,02	10,55
2º Trim./2011	0,12	-0,02	0,03	3.063	2,68	13,96
3º Trim./2011	0,07	0,02	0,06	2.825	3,14	16,12
4º Trim./2011	0,12	-0,05	-0,08	3.308	3,38	17,00
1º Trim./2012	0,07	0,00	-0,01	2.847	2,16	11,51
2º Trim./2012	-0,09	-0,03	-0,02	3.093	2,50	13,17
3º Trim./2012	-0,13	0,00	-0,04	2.911	2,11	11,06
4º Trim./2012	0,12	0,05	0,04	3.854	3,30	16,55
1º Trim./2013	0,11	-0,03	0,01	2.748	1,85	9,47
2º Trim./2013	-0,02	-0,03	-0,03	2.576	2,11	10,77
3º Trim./2013	-0,05	-0,03	0,03	2.381	1,74	8,82
4º Trim./2013	-0,07	0,06	0,00	2.871	2,87	13,60

Fonte: Dados da Pesquisa

A exemplo das Tabelas 1 e 2 a 3 destaca os dados referentes a companhia Oi S.A.

**Tabela 3 - Retorno das Ações e Indicadores Contábil-financeiros da empresa OI S.A. no período de 2007 a 2013.**

Período	Variáveis dependentes			Variáveis independentes		
	Rt Ações Trim.	Rt Ações 15 dias após fech. Trim.	Rt Ações 30 dias após fech. Trim.	EBITDA	RSPL (%)	ML (%)
1º Trim./2007	0,06	0,06	0,07	956	0,004	7,95
2º Trim./2007	0,16	-0,03	-0,059	976	0,00	6,42
3º Trim./2007	-0,03	0,10	0,08	975	0,00	8,41
4º Trim./2007	-0,07	0,28	0,29	908	3,79	7,35
1º Trim./2008	0,31	0,03	0,21	916	6,06	11,64
2º Trim./2008	0,18	-0,01	0,02	1.132	4,54	9,01
3º Trim./2008	-0,03	-0,08	-0,04	955	2,84	5,77
4º Trim./2008	0,20	0,009	-0,03	931	2,00	4,02
1º Trim./2009	0,07	-0,001	-0,002	2.192	0,13	0,14
2º Trim./2009	-0,06	-0,42	-0,44	2.323	-1,77	-2,00
3º Trim./2009	-0,21	0,00	-0,07	2.361	0,77	0,85
4º Trim./2009	-0,02	-0,17	-0,26	2.065	-4,57	-4,84
1º Trim./2010	-0,44	-0,08	-0,09	2.537	3,71	5,11
2º Trim./2010	0,03	0,003	-0,01	2.688	3,23	4,66
3º Trim./2010	-0,04	0,03	0,06	2.795	4,84	7,37
4º Trim./2010	0,06	0,059	0,13	2.276	6,22	9,66
1º Trim./2011	0,16	0,04	-0,04	1.985	0,82	1,35
2º Trim./2011	-0,04	-0,10	-0,10	2.476	3,63	5,28
3º Trim./2011	-0,28	-0,04	0,05	2.467	3,72	5,74
4º Trim./2011	-0,02	0,01	0,004	1.838	1,33	2,02
1º Trim./2012	-0,07	-0,05	0,15	2.012	1,41	5,08
2º Trim./2012	-0,10	0,15	0,25	2.141	0,31	0,93
3º Trim./2012	0,04	0,05	-0,03	2.186	1,56	4,47
4º Trim./2012	-0,08	0,04	0,11	2.463	0,57	1,53
1º Trim./2013	-0,18	-0,14	-0,15	2.151	2,43	3,73
2º Trim./2013	-0,38	-0,09	0,02	1.797	-1,17	-1,76
3º Trim./2013	0,19	0,03	-0,11	2.139	1,67	2,43
4º Trim./2013	-0,19	0,30	0,27	3.496	10,26	16,41

Fonte: Dados da Pesquisa

Ressalta-se que os resultados de EBITDA e os dados necessários para o cálculo de RSPL, ML e retorno das ações apresentados nas Tabelas 1, 2 e 3 para todas as empresas analisadas foram coletados a partir do site da *Infomoney* e em seguida calculados o RSPL, ML e Retorno das ações para cada trimestre do período compreendido entre 01/01/2007 a 31/12/2013. Para verificar a influência

dos indicadores contábil-financeiros (EBITDA, ML e RSPL) no preço das ações das empresas analisadas foram estimadas regressões sucessivas para as variáveis dependentes: retorno das ações na data de fechamento do trimestre, retorno das ações 15 dias após o fechamento do trimestre e retorno das ações 30 dias após o fechamento do trimestre. Os resultados são mostrados na Tabela 4.

**Tabela 4 - Influência dos indicadores contábeis para a variável Retorno das Ações de fechamento de trimestre.**

Modelo		Coef não padronizados		Beta	T	Sig.	R² Ajust.	Erro Padrão da Estim.	Durbin-Watson
		B	Erro padr.	Padr.					
1	Constante	-,038	,026		-1,480	,143	,032	,1479131	2,097
	Ebitda	2,886E-08	,000	,096	,886	,378			
	RPL	-,019	,012	-,434	-1,553	,124			
	ML	,010	,005	,580	2,078	,041			

Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com os resultados obtidos na Tabela 4, a variável Margem Líquida (ML) apresenta relevância estatística ao nível de 5% de significância e apresenta impacto de até 58% na variação do preço da ação no fechamento do trimestre. No entanto a capacidade explicativa do modelo é extremamente baixa, com o coeficiente  $R^2$  ajustado de apenas 3,2%, indicando que outras variáveis de mercado podem estar influenciando de forma mais significativa estes resultados, como, por exemplo, as expectativas dos

agentes, os níveis de governança corporativa, a taxa de juros, entre outros. As demais variáveis EBITDA, e RSPL, não se mostram expressivas no retorno das ações de fechamento trimestral deste período.

Na Tabela 5 são evidenciados os achados obtidos para a variável dependente Retorno das ações das companhias: Tim Participações S.A., Telefônica Brasil S.A. e Oi S.A, para 15 dias após o fechamento dos trimestres.

**Tabela 5 - Influência dos indicadores contábeis para a variável Retorno das Ações 15 dias após o fechamento do trimestre.**

Modelo		Coef. não padronizados		Beta	T	Sig.	R <sup>2</sup> just.	Erro Padrão da Estim.	Durbin-Watson
		B	Erro padr.	Padr.					
1	Constante	-,014	,015		-,920	,360	,055	,0852511	1,890
	ML	-,003	,003	-,344	-1,249	,215			
	RPL	,015	,007	,574	2,080	,041			
	Ebitda	8,227E-09	,000	,047	,438	,662			

Fonte: Dados da Pesquisa

Da leitura dos resultados observa-se que apenas a variável RSPL apresenta significância estatística ao nível de 5%. De acordo com o Beta padronizado o impacto desta variável é de até 57,4% na variação no preço das ações 15 dias após o fechamento de cada trimestre. O coeficiente  $R^2$  ajustado mostra que o modelo explica em até 5,5% o retorno das ações e os resultados obtidos para o teste de *Durbin-Watson* indicam ausência de auto correlação residual. Desta forma, considerando que o preço de uma ação é definido pelas expectativas do mercado acerca dos

resultados futuros da empresa, os resultados obtidos são destacadamente surpreendentes. O fato de 15 dias após o fechamento do trimestre o indicador RSPL se mostrar relevante, mostra a importância destas informações para os acionistas e o seu reflexo no valor das ações.

Na Tabela 6 são expostos os resultados obtidos para a variável de retorno das ações ordinárias das empresas Tim Participações S.A., Telefônica Brasil S.A. e Oi S.A. 30 dias após o fechamento dos trimestres.

**Tabela 6 - Influência dos indicadores contábeis para a variável Retorno das Ações 30 dias após o fechamento do trimestre**

Modelo		Coef. não padronizados		Beta	T	Sig.	R <sup>2</sup> Ajust.	Erro Padrão da Estim.	Durbin-Watson
		B	Erro padr.	Padr.					
1	Constante	-,018	,019		-,920	,360	,064	,1116924	1,930
	ML	-,004	,004	-,319	-1,163	,248			
	RPL	,020	,009	,582	2,119	,037			
	Ebitda	-1,042E-08	,000	-,045	-,424	,673			

Fonte: Dados da Pesquisa

Com relação às estimativas relativas ao Retorno das ações 30 dias após o fechamento de cada trimestre pode-se verificar que o nível de significância da variável independente retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) apresenta uma melhora passando para 3,7%, e o coeficiente Beta padronizado é 58,2%. Ressalta-se que a capacidade

explicativa do modelo encontrada é de até 6,4%. As demais variáveis EBITDA e ML não se mostraram significativas e, portanto, não constituem influência relevante para explicar o preço das ações das empresas Tim Participações S.A., Telefônica Brasil S.A. e Oi S.A, no período estudado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como escopo demonstrar em que medida os indicadores contábil-financeiros, extraídos dos demonstrativos financeiros trimestrais, são significativos para explicar o preço das ações ordinárias das empresas de telecomunicações listadas na BM&FBovespa. Desta forma, buscou-se realizar a verificação quanto à influência dos indicadores contábil-financeiros no preço das ações das empresas que possuem negociações na BM&FBovespa. A delimitação deste estudo foi atrelada a empresas do setor de telecomunicações, por se tratar de um setor de grande importância para a economia nacional e que utilizam os indicadores contábil-financeiros (EBITDA, RSPL, e ML) como principais indicadores de avaliação de desempenho.

Os achados da pesquisa indicam que a variável Margem Líquida é significativa e explica o Retorno das ações na data de fechamento de cada trimestre e que a variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido explica o retorno das ações 30 dias após o fechamento do trimestre. Este último modelo é o que melhor representa os efeitos dos indicadores contábil-financeiros, sobre o preço das ações ordinárias das empresas no período analisado.

Dentre as variáveis explicativas, a que mostrou maior capacidade explicativa nos modelos é a variável Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, explicando em até 6,4% o Retorno das ações das empresas. Estes resultados evidenciam a percepção e importância para o mercado no que se refere às variáveis indicativas do rendimento do capital próprio investido.

Como limitação da pesquisa, ressalta-se que para as análises foram consideradas apenas três empresas que apresentaram cotação dos preços das ações ordinárias de forma ininterrupta, durante o período de 01 de Janeiro de 2007 a 31 de Dezembro de 2013, restringindo-se assim, os resultados obtidos para as empresas e o período estudado. Destaca-se, ainda, que esta pesquisa não objetivou investigar quais variáveis macroeconômicas exercem influência sobre os preços de ações das empresas de telecomunicações brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Assim, doravante, como contribuição para futuros estudos sugere-se que o período de análise compreenda séries temporais mais longas ou utilizando outras ferramentas econométricas. Outro estudo interessante são pesquisas de

maior complexidade incluindo alguns indicadores conjunturais capazes de, juntamente com os indicadores contábeis, explicar a maior parte das oscilações nos preços das ações das empresas listadas na BM&FBovespa.

## REFERÊNCIAS

AQUINO, W.; SANTANA, A. C. **Evidenciação**. Caderno de Estudos, n. 5, p. 01-40, 1992.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços, um enfoque econômico-financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2 p. 159-178, 1968.

BARROS, C. M. E.; ESPEJO, M. M. S. B.; FREITAS, A. C. A relevância da informação contábil no mercado acionário brasileiro: Uma análise empírica de companhias listadas na BM&FBovespa antes e após a promulgação da LEI 11.638/07. **Revista Ambiente Contábil- UFRN**, n.1, v.5, p. 241- 262, 2013.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento. **In Anais ... 4. Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 2004. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos42004/48.pdf>>. Acesso em: 12 jul. 2015.

BEZERRA, L. F. A.; LOPES, A. B. Lucro e Preço das Ações. In: IUDICIBUS, S.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acessos de: março de 2015 a julho de 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM n.º 527**, de 04 de outubro de 2012. Disponível em: <<http://www.cvm>>.

gov.br/port/infos/Comunicado%20inst527.asp>. Acesso em: 02 jun. 2015.

CHEN, P. F.; ZHANG, G. Segment profitability, misvaluation, and corporate divestment. **The Accounting Review**, v. 82, n. 1, p. 1-26, 2007.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento conceitual básico estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamentoconceitual.pdf>>. Acesso em: 02 jul. 2015.

CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. Regressão Linear Múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (coord.). **Análise Multivariada para Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2007.

DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; LUSTOSA, P. R. Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, n. 41, p. 72-86, 2006.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Statement of accounting concepts n. 1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises**. FASB, 1978. Disponível em: <<http://www.fasb.org/>>. Acesso em: 13 jul. 2015.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Statement of Financial Accounting Concepts n. 2 Qualitative Characteristics of Accounting Information**. FASB, 1980. Disponível em: <<http://www.fasb.org/>>. Acesso em: 13 jul. 2015.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, v. 03, n. 3 p. 07- 24, 2007

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10 ed. Tradução de: SANVICENTE, Antonio Zoratto. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

IÇÓ, J. A.; BRAGA, R. P. EBITDA: lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional.

**Revista Contabilidade e Informação Conhecimento e Aprendizagem**, n. 8, p. 39-47, 2001.

INFOMONEY. **Portal Financeiro Infomoney**. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br>>. Acessos de: março de 2014 a julho de 2014.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. **Framework for preparation and presentation of financial statements**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Audiencias-e-Consultas/IASB>>. Acesso em: 13 jul. 2015.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAGIOIA, U. **Fundamentos do Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In **Anais... XXVIII ENANPAD**. 2004. Curitiba. Anais do XXVII ENANPAD. 2004.

LOPES, A. B. **A informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SANTANA, L.; LIMA, F. G. EBITDA: Uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiro. In **Anais ... 4º Congresso USP Controladoria e Contabilidade – Demandas Sociais e Emergentes e a Pesquisa Contábil**. São Paulo, out. 2004. Disponível em: <<http://www.congress USP.fipecafi.org/web/artigos42004/374.pdf>>. Acesso em: 13 jul. 2015.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.; MARTINS, M. A. **Fundamentos de análise das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2006.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). FUCAPE - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, 2004.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEICHEIRA, A. J. C. Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. **Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, 2003, São Paulo, SP. Disponível em [http://www.fucape.br/\\_admin/upload/centropesquisa/268.pdf](http://www.fucape.br/_admin/upload/centropesquisa/268.pdf). Acesso em: 12 jul. 2015.

SILVA, A. M. G., LAGIOIA, U. C. T., LEISMANN, E. L., MIRANDA, L. C., MACIEL, C. V. Análise da relação entre o preço das ações na Bolsa de Valores e indicadores contábeis: Um estudo aplicado a empresas do setor de energia elétrica. **Revista de negócios**, v.14, n.2 p. 52-70, 2009.

TELEBRASIL – Associação Brasileira de Telecomunicações. **O desempenho do setor de telecomunicações no Brasil: Séries temporais**. Disponível em: <<http://www.telebrasil.org.br>>. Acesso em 13 jul. 2015.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.