

MESTRADO
FINANÇAS E FISCALIDADE

A RELEVÂNCIA DE VALOR DA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA: EVIDÊNCIAS DA EURONEXT LISBOA

Ana Margarida Ribeiro Sampaio

M

2020



FACULDADE DE ECONOMIA



A RELEVÂNCIA DE VALOR DA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA:
EVIDÊNCIAS DA EURONEXT LISBOA

Ana Margarida Ribeiro Sampaio

Dissertação
Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por
Professor Doutor António Melo Cerqueira

2020

Agradecimentos

Para a realização da presente dissertação, foi essencial o apoio de diversas pessoas, sem as quais não seria possível concluir esta etapa e objetivo da minha vida acadêmica.

Em primeiro lugar, deixo uma palavra de agradecimento ao Professor Doutor António Cerqueira por toda a sua disponibilidade e acompanhamento, por todo o seu apoio e sugestões feitas ao longo de todo o processo percorrido. Todo o sentido prático com que sempre me orientou foi essencial para a conclusão deste projeto final de Mestrado.

Um agradecimento muito especial à minha mãe e à minha irmã. Por todos os esforços que fazem para me proporcionar a melhor educação possível e por todos os bons exemplos passados a cada dia. Tudo foi essencial para que eu conseguisse alcançar os objetivos a que me comprometi.

Agradeço a toda a minha família e amigos, pela paciência, força e orgulho demonstrado ao longo de todo o processo de desenvolvimento desta dissertação, por terem sempre acreditado em mim e me ajudarem a alcançar os meus objetivos. Em especial, um agradecimento ao João, pela paciência e companheirismo que foram uma constante ao longo de todo o processo.

Resumo

A presente dissertação investiga, empiricamente, a relevância de valor da informação contabilística das empresas portuguesas cotadas, durante o período compreendido entre 1997 e 2019. Com base nas empresas cotadas na bolsa portuguesa no momento em que ocorreu a fusão da Bolsa de Lisboa e do Porto com a Euronext, levando à formação da Euronext Lisboa em 2002, o presente estudo pretende evidenciar se a referida fusão teve impacto sobre a relevância que a informação contabilística possui no mercado de investimentos.

Numa fase inicial é apresentada a definição do conceito relevância de valor da informação contabilística, tendo por base o contexto da fusão da Bolsa de Valores Portuguesa com a Euronext. Posteriormente, é apresentada a metodologia proposta por Ohlson, em 1995, que permite quantificar e medir a referida relevância de valor.

Para o desenvolvimento do estudo, foram utilizados dados das empresas cotadas em bolsa Portuguesa obtidos através da base de dados *Datastream*, para o referido período.

Os resultados obtidos mostram evidências empíricas de que a fusão entre a bolsa de valores de Lisboa e Porto com a Euronext em 2002 influenciou positivamente a relevância de valor da informação contabilística das empresas Portuguesas. Para além disso, os resultados demonstram que os investidores consideram relevante a rentabilidade e o valor contabilístico das ações para a tomada de decisões de investimento no mercado de capitais português, após a fusão entre as bolsas.

Deste modo, este estudo adiciona novos contributos à literatura existente sobre a relevância de valor da informação contabilística no contexto português. Além disso, apresenta uma abordagem a longo prazo, o que representa uma mais-valia em termos de conhecimento adquirido sobre esta área. Por outro lado, os resultados obtidos contribuem para a hipótese da eficiência de mercado, demonstrando que os preços das ações refletem a informação contabilística produzida pelas empresas portuguesas.

Palavras-Chave: Relevância de Valor da Informação Contabilística, Euronext, Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto (BVLP), Fusão de Bolsa de Valores.

Abstract

The present dissertation comprises an empirical research of the value relevance of the accounting information of Portuguese listed companies during the period between 1997 and 2019. Based on the companies listed on the Portuguese stock exchange at the moment of the merger of Lisbon and Porto Stock Exchange with Euronext, leading to the formation of Euronext Lisbon in 2002, the present study intends to show if the referred merger had an impact on the relevance that accounting information has in the investment market.

Initially, the definition of the concept of relevance of accounting information value is presented, based on the context of the merger between the Portuguese Stock Exchange and Euronext. Subsequently, the methodology proposed by Ohlson, in 1995, is presented, allowing the quantification and measurement of the aforementioned value relevance.

To the development of the study, data from companies listed on the Portuguese stock exchange was obtained using the Datastream database for the period of 1997 to 2019.

The results obtained show empirical evidence that the merger between the Lisbon and Porto stock exchange with Euronext in 2002 positively influenced the value relevance of the accounting information of Portuguese companies. Furthermore, the results show that investors consider the earnings and book value of the shares to be relevant for making investment decisions in the Portuguese capital market after the merger between the stock exchanges.

Thus, this study adds novel contributions to the existing literature on the relevance of the value of accounting information in the Portuguese context. In addition, it presents a long-term approach, which represents a major value in terms of knowledge acquired in this field. On the other hand, the results obtained support the hypothesis of market efficiency, demonstrating that the stock prices reflect the accounting information produced by Portuguese companies.

Keywords: Value Relevance of Accounting Information, Euronext, Lisbon and Porto Stock Exchange (BVLPE), Stock Exchange Merger.

Índice

1.	Introdução.....	1
2.	Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação.....	5
2.1.	Contexto económico sobre as fusões de Bolsas de Valores.....	5
2.2.	Impactos e benefícios das fusões de Bolsas de Valores.....	7
2.3.	Hipótese de Eficiência de Mercado.....	10
2.4.	Informação Contabilística.....	12
2.5.	Relevância de Valor da Informação Contabilística: <i>proxy</i> e medição.....	13
3.	Metodologia.....	19
3.1.	Dados e Amostra.....	19
3.2.	Definição da Variável Dependente.....	22
3.3.	Definição das Variáveis Independentes.....	22
3.4.	Método de Análise: Modelo Econométrico.....	25
3.4.1.	Modelo de Preço de Ohlson.....	27
4.	Resultados.....	30
4.1.	Análise Univariada.....	30
4.2.	Análise bivariada.....	32
4.3.	Análise Multivariada.....	34
4.2.1	Relevância de Valor da Informação Contabilística no período pré-fusão.....	34
4.2.2.	Relevância de Valor da Informação Contabilística no período pós-fusão.....	39
5.	Conclusão.....	44
6.	Apêndice.....	47
	Referências Bibliográficas.....	51

Índice Tabelas

Tabela 1 – Distribuição da amostra por setor de atividade.....	21
Tabela 2 – Definição das variáveis utilizadas para o estudo	24
Tabela 3 – Estatísticas descritivas para o período global	31
Tabela 4 – Matriz de Correlações.....	33
Tabela 5 - Resultados da estimação das equações no período pré-fusão.....	38
Tabela 6 - Resultados da estimação das equações no período pós-fusão.....	43

Lista de Abreviaturas

Abreviatura	Designação
BVL	Bolsa de Valores de Lisboa
BVP	Bolsa de Valores do Porto
BVLP	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto
EU	União Europeia
LIFE	Bolsa Internacional de Opções e Futuros Financeiros de Londres
EFM	Hipótese de eficiência de mercado
CNCF	Conselho de Normas de Contabilidade Financeira
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
EUA	Estados Unidos da América
EPS	<i>Earnings per share</i> (lucro por ação)
BVS	<i>Book Value per share</i> (valor contabilístico)
P	Preço

1. Introdução

A informação contabilística é o sistema de informação com maior credibilidade para uma empresa comparativamente aos restantes sistemas existentes (Horngren, Foster & Datar, 1962). Todos os possíveis utilizadores desta informação, tais como os investidores, o governo e as agências reguladoras nacionais, possuem um certo interesse na informação contabilística, de modo a atenderem às suas necessidades. Em particular, os investidores necessitam de tomar decisões eficientes e conscientes relativas aos seus investimentos (Bhatia, & Mulenga, 2019). De modo a que a informação contabilística responda às necessidades enumeradas acima, é imperativo que estas sejam consideradas relevantes pelos seus utilizadores (Olugbenga, & Atanda, 2014; Mulenga & Bhatia, 2018).

A relevância de valor da informação contabilística descreve a capacidade que a divulgação de informação das empresas tem para captar o valor da informação que afeta o preço das ações (Francis et al., 2002). O principal objetivo desta área de pesquisa é conseguir medir o grau de associação entre a informação contabilística e o valor de mercado (Oyerinde, 2009). De acordo com Beisland (2009), é definida como a capacidade de a informação contabilística capturar e resumir os valores de mercado. Outros investigadores, como Ohlson (1995), Barth e Beaver (2000), Oyerinde (2009), Mishary e Alanezi (2011), forneceram outras definições relacionadas com a anterior, sendo que o principal ponto em comum das definições consiste no facto de a informação contabilística ser considerada relevante se existir uma relação significativa com o valor de mercado. Esta relação é medida pela associação estatística entre a informação contabilística e os indicadores de mercado, como o preço das ações ou a sua rentabilidade (Francis & Schipper, 1999).

Este indicador transmite a relevância da divulgação da informação de modo a refletir a realidade económica das empresas, que é percecionada através dos preços das ações. Os estudos sobre a temática da relevância de valor são uma área de pesquisa contabilística, baseada no mercado, emergente nos anos 90. Associado ao artigo de Ball e Brown (1968), são, desde o início, apresentadas evidências empíricas de que os dados contabilísticos, em particular os ganhos, são relevantes para explicar o valor de uma empresa. A maioria dos estudos sobre relevância de valor, desde o início da década de 1990, adotou uma abordagem de mensuração baseada numa estrutura teórica de avaliação do património (Ohlson, 1995; Beisland, 2009). Deste modo, com esta abordagem, é medida a relação explícita entre os

indicadores de mercado de valor da empresa e as informações contabilísticas, utilizando o poder explicativo da análise de regressão (Collin et al., 1997).

Por conseguinte, a presente dissertação tem como objetivo expandir a linha de investigação sobre a relevância de valor da sua informação contabilística, em concreto para o mercado de ações português, percebendo o impacto da fusão da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) com a Euronext, em 2002.

Para alcançar o objetivo proposto, é efetuada nesta dissertação uma análise estatística através de uma regressão linear entre o valor contabilístico por ação e o lucro. Assim, foram recolhidos todos os dados relativos às empresas constituintes da amostra e de todas as variáveis utilizadas para a análise, a partir da base de dados *Datastream – Thomson Reuters*, disponibilizada pela Faculdade. A amostra fica concluída com a informação das empresas cotadas em bolsa portuguesa, desde o momento de pré-fusão, de 1997 a 2001, e o momento de pós-fusão de 2002 a 2019. Deste modo, o período de amostra abrange uma variedade de condições e acontecimentos económicos, tais como alguns anos da bolha tecnológica vivida principalmente até aos anos 2000 (Doms, 2004), bem como a crise financeira de 2007 e 2008, e a reforma fiscal em Portugal no ano de 2014. Por fim, é utilizada uma amostra final constituída por 265 empresas-ano no primeiro período da amostra e 954 empresas-ano no segundo.

Para cada um dos momentos, é investigada a evolução da relevância de valor da informação contabilística e comparados os resultados obtidos, de modo a evidenciar as diferenças entre os períodos, utilizando quatro equações distintas. Para tal, é aplicado o modelo de preço de Ohlson (1995). Este modelo tem sido amplamente utilizado na maioria dos estudos anteriores (Collins et al., 1999; Alfaraih e Alanezi, 2011; Bowerman & Sharma, 2016). De acordo com a definição do autor, o modelo expressa o valor de uma empresa através de uma relação linear entre o valor contabilístico por ação e o lucro. Deste modo, como *proxy* para medir a informação contabilística, são utilizadas duas variáveis independentes. A primeira variável é o lucro contabilístico, medido através do lucro por ação (do inglês, *Earnings per Share*, EPS), obtido pela taxa anual mais atualizada do último exercício financeiro. A segunda variável é o valor contabilístico por ação (do inglês, *book value per share*, BVS), obtido através do capital próprio dividido pelo número de ações em circulação, no final do exercício económico da empresa. Além disso, tendo por base a complementaridade de diversos estudos, é incorporado um conjunto de variáveis de controlo, sendo estas a

dimensão da empresa (FSIZE), a alavancagem financeira (LEV), a rentabilidade da empresa (PROF) e, por fim, a estrutura de propriedade (OWSH).

Após a análise estatística às variáveis, é possível afirmar que, para o período anterior à fusão entre as bolsas de valores, a relação entre as variações rentabilidade por ação (EPS) e o valor contabilístico por ação (BVE) com o preço das mesmas, não se encontra comprovada de forma significativa. Para ambas as equações onde é medido em conjunto o efeito da rentabilidade e do valor contabilístico das ações, o valor contabilístico por ação assume uma relação negativa com o preço, o que não é um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística.

No período pós fusão, é comprovado, para todas as equações consideradas, que após a fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas, uma vez que, em todos os momentos, a rentabilidade e o valor contabilístico das ações impacta de forma positiva o seu preço. Estes resultados aparentam ser um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística, levando a aumentos da mesma para o período pós-fusão.

Dada a importância do setor da Bolsa de Valores, como uma componente-chave do mercado financeiro, esta dissertação permite aprofundar o conhecimento acerca de uma variável explorada no estudo dos impactos das fusões de bolsas de valores em todo o mundo. Será apresentado um novo contributo para estender a literatura anterior relativa à relevância de valor no contexto Europeu, em concreto no mercado português, bem como um contributo para a verificação da hipótese da eficiência de mercado, mostrando que os preços das ações refletem as informações contabilísticas produzidas pelas empresas portuguesas. Importa ainda referir que este estudo, comparativamente a todos os artigos incluídos e analisados ao longo da pesquisa, incorpora um período de amostragem alargado. Deste modo, abrange uma das maiores amostras registadas, o que permite uma interpretação e conhecimento da evolução da relevância de valor num período considerado de longo-prazo. Durante um período de 22 anos, investiga se a informação contabilística possui, e em que medida, relevância de valor. Para atingir esse fim, é utilizado o modelo de Preço, um modelo de Ohlson modificado de modo a incluir a interação entre o período anterior e posterior à fusão da Bolsa portuguesa com a Euronext.

A presente dissertação está organizada da seguinte forma: no Capítulo 2 é apresentada e aprofundada a revisão sobre os temas que servem de base aos objetivos e hipóteses de investigação. De seguida, no Capítulo 3, é descrita a metodologia adotada, definida a amostra a utilizar, bem como as variáveis e os modelos a estimar. No Capítulo 4, são apresentados, interpretados e comentados os resultados das estimações. Por fim, o Capítulo 5 é destinado às conclusões retiradas dos resultados alcançados, identificando algumas limitações e sugestões para potenciais investigações relacionadas com o tema.

2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação

O presente capítulo contém uma breve revisão de literatura relacionada com o tema de estudo, relativa a contexto e conceitos, organizada por subcapítulos. Ainda, no final do capítulo, são definidas teoricamente as hipóteses de investigação.

2.1. Contexto económico sobre as fusões de Bolsas de Valores

As Bolsas de Valores podem ser apresentadas como mercados onde são transacionados múltiplos produtos financeiros, tais como, ações, títulos, valores mobiliários, *commodities*, derivados e moedas, entre outros. Nestes mercados, os investidores podem comprar e vender, entre si, de entre todos os ativos mencionados, as ações de uma empresa, de uma forma regulamentada e legítima.

As primeiras bolsas de valores apareceram na Europa, nos séculos XVI e XVII. De forma prática, as bolsas disponibilizam às empresas, governos e a outras entidades, uma plataforma para vender os seus títulos ao público investidor. Em particular, para as empresas que pretendam crescer e expandir as suas operações, as bolsas de valores permitem a aquisição de capital através de investidores que estejam interessados na sua evolução. Quando uma empresa obtém capital através da emissão de ações, os seus financiadores, isto é, os investidores que compram as ações da empresa, podem ter um de dois objetivos, ou ambos. Partindo do pressuposto de que os investidores estão a investir o seu capital, o princípio base será procurar lucrar com a compra do ativo. Deste modo, o primeiro objetivo poderá ser comprar as ações de forma planeada para realizar a sua venda no futuro, através de um mercado secundário, procurando lucrar com a possível mais-valia da transação. O segundo objetivo baseia-se na intenção de, a cada ano, vir a obter um rendimento proveniente da distribuição de dividendos que a entidade disponibilizará aos seus acionistas (The Balance, 2019).

Comparativamente a um mercado físico comum, existente desde o início da humanidade e das transações económicas, as bolsas de valores possuem bastantes vantagens, sendo que a principal é a transparência exigida nas suas transações, através da regulamentação existente. Deste modo, a principal função de uma bolsa de valores é garantir uma negociação justa e ordenada, bem como a disseminação eficiente da informação acerca dos preços de negociação de valores mobiliários. Atualmente, as negociações são realizadas de forma

eletrónica e sofisticada, garantindo a realização de negociações justas, sem exigir que todos os membros estejam presentes fisicamente.

Em Portugal, com a aprovação do Regulamento das Bolsas, em 1889, foi possível construir o enquadramento necessário para a existência de segmentos nas bolsas, por forma a criar a possibilidade de negociação de valores mobiliários, constituindo-se a Bolsa de Valores em Portugal. Em consequência, em janeiro de 1891, foi constituída a Bolsa de Valores do Porto (BVP) e, em outubro de 1901, a Bolsa de Valores de Lisboa (BVL) (CMVM, 2001).

A Euronext, a maior bolsa de valores da Europa e a sexta do mundo, foi fundada em março de 2000, através da fusão das bolsas de Amesterdão, Bruxelas e Paris. Continuou a expandir-se pouco tempo mais tarde, ocorrendo a fusão com a Bolsa Internacional de Opções e Futuros Financeiros de Londres (LIFFE) e com a BVLP em 2002, alargando as suas ofertas de forma a incluir ações, fundos negociados em bolsa, *warrants* e certificados, títulos, derivados, *commodities* e índices (Economou, Gavriilidis, Goyal & Kallinterakis, 2015). Ainda, em 2007, surge a marcante fusão com a Bolsa de Valores de Nova Iorque, dando origem à Bolsa NYSE Euronext. Contudo, esta acabou por extinguir-se em 2013, resultante da aquisição da Intercontinental Exchange (ICE), resultando novamente em duas entidades independentes (Investopedia, 2019).

No decorrer das últimas décadas com a globalização dos mercados financeiros de todo o mundo, as bolsas de valores passaram a desempenhar um novo papel na economia. A integração financeira levou a uma cooperação transfronteiriça considerável entre as bolsas de valores. Este efeito pode ser observado através da criação de grupos de bolsas regionais e globais, nos quais os membros partilham uma estrutura institucional comum e um protocolo comercial uniforme baseado numa mesma plataforma para negociação. Este desenvolvimento gerou uma nova dinâmica de negociação nos mercados bolsistas, facilitando todos os processos existentes na negociação em qualquer outro mercado do grupo. Pelo facto de as transações passarem a ser realizadas internacionalmente, o cenário das bolsas de valores sofreu mudanças com a existência de uma competição internacional por um maior número de empresas cotadas e um maior volume de comércio, de forma a impulsionar a sua liquidez e lucro (Economou, et al, 2015).

2.2. Impactos e benefícios das fusões de Bolsas de Valores

As oportunidades de negociação internacional são mecanismos que impulsionam a consolidação das bolsas de valores (Nielsson, 2009). Deste modo, as empresas cotadas em bolsa podem ser beneficiadas, em várias vertentes, após uma fusão entre bolsas de valores. De modo a expurgar de forma eficaz estes impactos e benefícios sentidos nas bolsas, estes serão divididos em três grandes grupos, apresentados de seguida.

Aumento do número de investidores alcançados

Aquando da ocorrência de uma fusão entre bolsas de Valores, o mercado resultante da fusão, sobre o qual as empresas passam a ficar cotadas, torna-se um mercado mais amplo. Tal amplitude permite a existência de um maior número de participantes a negociar sobre as empresas, o que faz com que cada empresa possua um maior número de potenciais investidores interessados nas suas ofertas.

Considerando o efeito que uma fusão entre bolsas de Valores possui na liquidez das empresas cotadas, de acordo com Nielsson (2009), a fusão transfronteiriça da Euronext aumentou a base de dados de potenciais investidores. Isto é, as ações cotadas nas bolsas de valores nacionais tornaram-se mais visíveis e acessíveis aos investidores estrangeiros que anteriormente, quando apenas se focavam na respetiva bolsa de valores nacional. Contudo, o autor realça que o padrão de negociação destes investidores está potencialmente concentrado em determinados tipos de ações. Além disso, afirma que as empresas que operam no exterior, ou que oferecem os seus produtos fora do mercado nacional, podem ter, à priori, uma maior visibilidade para os investidores estrangeiros que, por sua vez, poderão possuir maior interesse para investir nessas empresas. Contudo, os investidores podem preferir negociar ações de empresas reconhecidas internamente, uma vez que isso poderá envolver uma quantidade menor de informação para analisar, bem como menores custos indiretos de transação. Por outro lado, para as empresas que antes da fusão já possuíam uma exposição estrangeira significativa, o efeito considerável no volume de negociação poderá não ser muito elevado, visto que os investidores acompanhavam anteriormente a sua atividade.

Deste modo, as fusões deverão beneficiar as empresas com as quais os investidores não estavam familiarizados anteriormente à fusão, sendo estas as que sofrerão um maior impacto de visibilidade junto dos novos investidores e um maior aumento no volume de

negociação. Efetivamente, não pode ser teoricamente desconsiderado que a exposição estrangeira não seja um benefício obtido com as fusões entre bolsas de Valores.

Possibilidade de alargamento da oferta

Um segundo benefício resultante da fusão de bolsas de Valores, que surge ligado ao fator mencionado anteriormente, é o facto de que a oferta das empresas cotadas na bolsa, resultante da fusão, pode passar a ser alargada. Isto porque antes da fusão, as bolsas nacionais poderiam não permitir a oferta de todo o tipo de ativos, o que, com a fusão, pode deixar de acontecer, uma vez que as diversas bolsas vão pertencer a um mercado comum onde serão integradas todas as ofertas individuais. Pelo que, se num determinado mercado não existisse o ativo que o investidor pretendesse adquirir, este podê-lo-ia adquirir noutra mercado pertencente à bolsa.

Além disso, uma vez que o mercado aumenta a sua dimensão e a quantidade de procura também tenderá a aumentar devido ao fácil acesso de todos os investidores a todos os mercados, poderão ser oferecidas maiores quantidades pelas empresas, resultado das economias de escala alcançadas.

Diminuição de custos de negociação

Por fim, um último benefício resultante da fusão de bolsas de valores relaciona-se com a possibilidade de uma diminuição dos custos de negociação. Em consequência dos fatores mencionados anteriormente, a possibilidade de alargar a oferta de produtos e de quantidades permite uma diminuição significativa dos preços individuais, comparativamente aos preços anteriormente aplicados.

Existem vários canais de custo sobre os quais é possível ocorrerem reduções após a fusão de uma bolsa de valores. Estes incluem a existência de informações mais baratas e a diminuição de custos indiretos nas transações, consequência da facilidade das transações, alcançada na unificação do sistema de negociação e compensação. Assim, uma fusão de bolsas de valores permite a redução dos custos diretos das transações, impulsionando um maior volume de negociação. Deste modo, as fusões nas bolsas de valores, em particular na União Europeia, resultam em menores custos de negociação devido às economias de escala positivas e aos efeitos de sinergia que é possível desenvolver (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2008).

Um outro fator que permite a diminuição dos custos de negociação resulta dos avanços tecnológicos e das consequentes sinergias nessa área. Uma vez que os grupos de bolsas operam em plataformas de negociação comuns, é possível fomentar a facilidade de negociação dentro dos mercados pertencentes ao grupo (Andrikopoulos, Hoefler, Kallinterakis, 2014). Por sua vez, esta facilidade leva à redução dos custos de transação (Pagano & Padilla, 2005) e permitirá maiores volumes e frequências de negociação (Hagströmer & Nordén, 2013), o que, desta forma, permite uma maior liquidez de mercado (Nielsson, 2009). Além disso, a sofisticação tecnológica alcançada com as fusões permite aumentar, ainda mais, a transparência característica das negociações em bolsas de valores. Por outro lado, os avanços tecnológicos facilitam o comércio entre fronteiras, através da criação de uma competição internacional entre as diferentes bolsas de valores para o domínio do mercado, o que permite a redução do montante de taxas aplicadas por transação. Contudo, alguns autores identificaram dificuldades na realização desta integração, relacionadas com as diferenças nos tratamentos tributários e com as prévias regulamentações de cada mercado (Charles, Darné, Kim, & Redor, 2016).

De um modo geral, é possível afirmar que as fusões e aquisições de bolsas de valores aumentam a liquidez das empresas cotadas, impulsionando a participação de mercado e reduzindo os custos de negociação (Phillips & Arnold, 1999; Nielsson, 2009). Além disso, as fusões e aquisições entre duas bolsas permitem que cada uma delas adquira conhecimento e mecanismos de gestão, que individualmente não possuíam (Dessein, 2005; Gomes-Casseres, Hagedoorn & Jaffe, 2006). Apesar da identificação deste benefício generalizado, através da análise aos fatores característicos de cada bolsa, as fusões e aquisições podem ter efeitos diferentes tendo por base algumas características das bolsas, como, por exemplo, o tamanho (Slimane, 2012) e a diversificação setorial (Gomes-Casseres, Hagedoorn & Jaffe, 2006). Na perspectiva das empresas cotadas em bolsas que realizam uma fusão, o acesso a capital financeiro fica facilitado, devido a todos os benefícios enumerados (Kokkoris e Olivares-Caminal, 2008).

2.3. Hipótese de Eficiência de Mercado

De modo a garantir a premissa da relevância de valor da informação contabilística, é essencial considerar a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) proposta pelo investigador Eugene Fama. Numa fase inicial, Fama (1965) refere o conceito de mercado eficiente na dimensão informacional e operacional, sugerindo que a velocidade de incorporação da informação relevante nos preços depende da microestrutura do mercado. Posteriormente, Fama (1970) afirma que os preços dos ativos refletem total e instantaneamente todas as informações disponíveis que possuam relevância no mercado, uma vez que considera que o mercado atribui os preços aos ativos no momento em que as informações são divulgadas, além de que todos os utilizadores da informação devem deter a mesma de forma atempada e transparente. Nesta investigação realizada por Fama, o autor estabelece três condições suficientes, mas não necessárias, requeridas pelo conceito de eficiência de mercado: (i) a existência de um mercado sem atritos, (ii) com uma circulação livre de informação e (iii) em que todos os participantes do mercado são agentes económicos racionais.

No plano concetual descrito pelo autor mencionado anteriormente, os preços de mercado devem tender para o equilíbrio, uma vez que qualquer desvio no preço será corrigido com a ação dos especuladores e arbitragistas de mercado. Ainda, neste estudo, considerado a formulação da teoria da eficiência informacional do mercado, o autor sistematiza a literatura teórica e empírica distinguindo as três formas de eficiência de mercado. A forma fraca, onde os preços dos títulos agregam toda a informação que pode ser obtida através da análise de preços históricos, cotações, quantidades, entre outros. A forma semi-forte, em que os preços dos títulos reúnem toda a informação pública disponível, além do histórico de transações. E por fim, na forma forte, os preços dos títulos reúnem toda a tipologia de informação disponível, quer seja pública ou privada.

Tendo por base a teoria apresentada, apenas existirá um mercado eficiente se os preços incluírem uma quantidade maior de informação do que a que está contida nos relatórios financeiros. Isto porque, de acordo com a HEM, os preços refletem o valor atualizado de todos os *cash flows* futuros esperados no presente. Deste modo, a utilização deste modelo aproxima-se mais dos valores reais em contrapartida dos contabilísticos, uma vez que possuem capacidade de previsão. Posto isto, os investidores apenas devem esperar obter rentabilidades normais sobre os seus investimentos, uma vez que as rentabilidades anormais não podem ser sistemáticas dado estarem a ser negociados pelos seus valores

intrínsecos. Deste modo, os preços seguem um *random walk*, sem padrão ou dependência sistemática.

As diferenças no desenvolvimento dos mercados de ações, tais como na integração de mercado (Hooy & Lim, 2013), na liberalização financeira (Bae, Ozoguz, Tan, & Wirjanto, 2012) e ainda no governo das sociedades (Jin & Myers, 2006), poderão ter impacto na eficiência do mercado de ações.

Em 2012, os autores Walayet Kahn e João Paulo Vieito (2012) introduzem o tema da HEM na análise à relevância de valor da informação contabilística, em concreto para o caso da fusão entre a Bolsa de Lisboa com a Euronext, o que é particularmente interessante para esta investigação. Comparando os períodos pré e pós-fusão, em alguns casos, o poder explicativo das rentabilidades do mercado aumentou, mas noutras diminuiu, concluindo que a fusão influenciou a eficiência, mas para períodos mais longos. Por outro lado, os autores Charles, Darné, Kim, & Redor (2016) afirmam que as fusões na bolsa têm um impacto no grau de eficiência informacional, demonstrando essa evidência na maioria dos casos estudados. Contudo, os níveis mais altos de eficiência são menos frequentes do que os níveis mais baixos de eficiência após uma fusão de bolsas. Ainda, ao contrário dos autores anteriores, percebem que este impacto positivo é mais frequente no curto do que no longo prazo, o que evidencia o facto de que o impacto no nível de eficiência dependerá de um conjunto de características relacionadas com a fusão das bolsas, tais como o nível de desenvolvimento, tamanho e diversificação setorial de cada uma das bolsas.

De um modo geral, os estudos desenvolvidos sobre a temática da relevância de valor procuram captar os impactos da divulgação da informação contabilística no mercado de capitais e, ainda, perceber de que forma estão a impactar as decisões dos investidores. Assim, a HEM possui extrema importância para este tema, uma vez que existe um contributo para a veracidade da mesma, no caso em que é demonstrado que os preços das ações refletem a informação contabilística produzida pelas empresas.

2.4. Informação Contabilística

Através do Inquérito Internacional de Literacia Financeira dos adultos (OECD, 2020), publicado a 25 de junho de 2020, sabe-se que Portugal encontra-se em 7.º lugar no indicador global de literacia financeira, de entre 26 países participantes.¹ Os conhecimentos, atitudes e comportamentos financeiros são os três fatores incluídos no indicador global de literacia financeira da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OECD/*International Network on Financial Education* - INFE), sendo que, em termos de atitudes e comportamentos financeiros, Portugal ocupa o 5.º lugar e no que toca a conhecimentos financeiros, surge na 16.º posição.

Em concreto, a informação contabilística é qualquer dado ou informação obtida através do sistema contabilístico de uma empresa, por meio das demonstrações financeiras apresentadas nos seus relatórios (William, 1968). Todos os utilizadores desta informação, tais como os investidores, o governo e as agências reguladoras nacionais, possuem interesse na informação contabilística de modo a atender às suas respetivas necessidades. Em particular, os investidores necessitam de tomar decisões eficientes e conscientes relativas aos seus investimentos, os governos possuem as suas necessidades fiscais e as agências reguladoras necessitam de fiscalizar se as obrigações estatutárias das empresas estão a ser cumpridas (Bhatia, & Mulenga, 2019). De modo a que a informação contabilística responda às necessidades enumeradas acima, é imperativo que estas sejam consideradas relevantes pelos seus utilizadores (Olugbenga, & Atanda, 2014; Mulenga & Bhatia, 2018). A mensuração desta relevância é realizada através da existência, significativa, de uma relação entre a informação contabilística e o valor de mercado da empresa, tal como será explicado com detalhe no subcapítulo seguinte. Por outro lado, não existindo uma relação significativa, pode-se concluir que as informações contabilísticas não são relevantes (Pervan & Bartulovic, 2014).

¹ Áustria, Bulgária, Colômbia, Croácia, República Checa, Estónia, Geórgia, Alemanha, Hong Kong – China, Hungria, Indonésia, Itália, Coreia, Malásia, Moldávia, Montenegro, Peru, Polónia, Portugal, Macedónia do Norte, Roménia, Rússia, Eslovénia, França, Malta e Tailândia.

2.5. Relevância de Valor da Informação Contabilística: *proxy* e medição

O Conselho Internacional de Normas Contabilísticas (do inglês, *International Accounting Standards Board*, IASB) definiu a “relevância” como sendo a principal característica qualitativa que as demonstrações financeiras devem possuir, para conseguirem serem úteis na tomada de decisões dos seus utilizadores. Além disso, considera que a informação contabilística é considerada relevante quando tem a capacidade de influenciar a decisão económica do utilizador, ajudando a avaliar os eventos passados, presentes e futuros (IASB, 2001). Em particular, os ganhos são considerados a informação mais utilizada para a tomada de decisões de investimento, devido à sua capacidade de prever o *cash flow* futuro da empresa (IASB, 2018). Além disso, a estrutura concetual dos relatórios financeiros IASB (2018) afirma que a demonstração de resultados, a demonstração da posição financeira e a demonstração de *cash flows* apoiam os investidores na tomada de decisões.

O início da pesquisa sobre a relevância de valor está associado ao artigo de Ball e Brown (1968), onde são apresentadas evidências empíricas de que os dados contabilísticos, em particular os ganhos, são relevantes para explicar o valor de uma empresa. Posteriormente, Beaver (1968) vem corroborar as principais descobertas realizadas pelos primeiros autores. Desde esse tempo, a maior parte das pesquisas conduzidas em países desenvolvidos sobre relevância de valor, numa fase inicial, focam na relevância de valor dos ganhos demonstrando que os ganhos são relevantes para o valor, auxiliando os investidores nas suas decisões de investimento (Foster, 1977; Beaver, Clarke & Wright, 1979; Patell & Wolfson, 1984; Collins & Kothari, 1989; Easton & Harris, 1991).

Apesar de a origem dos estudos sobre este tema remeter à década de 1960, a maioria dos trabalhos de relevância de valor, como conhecidos na atualidade, predominam em pesquisas que remetem aos últimos 20 anos. Desta forma, o termo “relevância de valor” é aplicado, pela primeira vez na literatura, por Amir, Harris e Venuti (1993).

Nos anos 90, Ohlson (1995) e Feltham & Ohlson (1996) redefinem o objetivo para a pesquisa de relevância de valor, disponibilizando uma estrutura para a modelagem no campo da contabilidade, através da relação entre os ganhos e o valor contabilístico do património com o valor da empresa. Collins, Maydew, & Weiss (1997) baseiam o seu trabalho no modelo de Ohlson (1995) e argumentam que o valor contabilístico do património se torna um fator relevante em valor, em maior importância comparativamente com os ganhos. A mudança na relevância de valor dos ganhos para o valor contabilístico do património poderá ser explicada pelo aumento da taxa de empresas que reportam perdas e, por outro lado, pelas

mudanças no tamanho médio das empresas (Mirza, Malek, & Abdul-Hamid, 2019). Além das descobertas mencionadas pelos anteriores autores, Barth, Beaver & Landsman (1998) apresentaram evidências sobre os dados dos EUA, em particular em diferentes indústrias e explicaram a função da demonstração da posição financeira e de resultados, afirmando que as empresas que declaram uma perda, ou que possuem pequenos ganhos, devem ser avaliadas com base no valor contabilístico do património.

Ao longo da história da literatura contabilística, foram várias as maneiras utilizadas para definir o conceito de relevância de valor. Francis e Schipper (1999) definem a relevância de valor como uma associação estatística entre a informação contabilística e o valor da empresa ou a rentabilidade das suas ações. Tendo por base a definição exposta, é possível afirmar que a relevância de valor é a capacidade que a informação contabilística possui para capturar ou resumir as informações que afetam os preços ou as rentabilidades das ações das empresas. Concretamente, os autores definiram quatro abordagens para o estudo da relevância de valor da informação contabilística. A primeira abordagem apresenta uma visão fundamental da análise da relevância de valor, onde o valor natural das ações é determinado tendo por base as informações ineficientes do mercado onde os investidores podem obter rentabilidades incomuns através de informação contabilística pública. A segunda abordagem defende uma visão de previsão da relevância do valor, onde a informação contabilística é considerada relevante se for possível utilizá-la para avaliar os valores futuros da empresa e para prever as rentabilidades dos próximos anos (ou seja, uma previsão do lucro). A terceira abordagem baseia-se numa visão da informação da relevância de valor, sendo que a informação considerada como relevante é usada pelos investidores para definir o preço das ações, utilizando como premissa a eficiência de mercado e o curto prazo. Portanto, nesta abordagem, a relevância de valor da informação contabilística é mensurada em termos de reflexões de mercado relativas à divulgação de novas informações. A última abordagem utiliza uma visão de medição da relevância do valor, onde é considerada como base a contabilidade. Nesta visão, o preço e a rentabilidade das ações são usadas como parâmetros de mercado. No entanto, a relação entre eles depende do tipo de pergunta ou hipótese de pesquisa. Se uma ou mais rubricas contabilísticas possuir uma relação significativa com a rentabilidade das ações ou o preço de mercado, significa que incluirá e registrará as informações de relevância e confiabilidade. De acordo com a última visão mencionada, os valores contabilísticos têm relevância apenas quando são considerados relevantes pelos investidores nas suas avaliações da empresa e quando são confiáveis para refletir o preço das

ações. Nesta visão de medição, não é necessária a existência de uma eficiência de mercado histórica, nem supor que o valor de mercado das ações é real e avaliado sem qualquer predileção. A única exigência é que o preço da ação, ou a sua rentabilidade histórica, reflita as crenças do grupo dos investidores.

Na mesma linha de pensamento, Francis et al. (2002) descreve a relevância de valor como a capacidade que a divulgação de informação possui para capturar as informações que afetam os preços das ações, indicando a necessidade existente de divulgação, de modo a refletir a realidade económica das empresas, aparente através dos preços das ações. De acordo com Beisland (2009), é definida como a capacidade de a informação contabilística capturar e resumir os valores de mercado. Outros investigadores, como Ohlson (1995), Barth e Beaver (2000), Oyerinde (2009), Mishary e Alanezi (2011), forneceram outras definições relacionadas com a anterior, sendo que o principal ponto em comum das definições consiste no facto de a informação contabilística ser considerada relevante se existir uma relação significativa com o valor de mercado. Esta relação é medida pela associação estatística entre a informação contabilística e os indicadores de mercado, como o preço das ações ou a sua rentabilidade (Francis & Schipper, 1999).

Em consonância com os autores anteriores, Hellstrom (2006) apresenta uma perspetiva de medição da relevância de valor através de uma associação entre o valor de mercado da empresa e as informações presentes no relatório financeiro. A abordagem desenvolvida pelo referido autor é consistente com a definição apresentada por Barth et al. (2001), em que a informação contabilística é refletida no valor da empresa ou na rentabilidade das ações, no caso de o investidor acreditar na sua utilidade.

A maioria das pesquisas sobre a relevância do valor da informação contabilística sublinha os ganhos contabilísticos como um conjunto de lucros e perdas. Deste modo, os ganhos contabilísticos são considerados como uma fonte de informação e utilizados pela maioria dos investidores e analistas do mercado financeiro porque permitem que eles obtenham uma imagem real das empresas, colaborando na sua avaliação. Com base na contabilidade de *accruals*, o valor de uma empresa é uma função do seu desempenho futuro, que tem uma estreita relação com os ganhos contabilísticos (Benayed, & Abaoud, 2006).

Posto isto, a pesquisa de relevância de valor é dominada pelos ganhos e pelo valor contabilístico das ações (do inglês, *book value per share*, BVS) (Kothari, 2001). A razão por trás de tal acontecimento tem que ver com o fundamento teórico da avaliação do modelo de

preço de Ohlson (1995), que expressa o valor da empresa em função do BVS. Este modelo será aplicado na presente investigação e apresentado com detalhe no capítulo seguinte.

Um valor contabilístico das ações é definido como um valor relevante se existir uma relação prévia com os valores de mercado das ações (Miller & Modigliani, 1966). Contudo, resta saber se a informação contabilística está, efetivamente, vinculada às decisões dos investidores. Os valores contabilísticos que possuem maior relevância de valor apresentam melhor qualidade percebida pelos seus utilizadores (Barth, Landsman, & Lang, 2008).

Uma das fontes de informação mais importantes para os investidores são as demonstrações financeiras que as próprias empresas disponibilizam aos mercados, embora seja essencial perceber se a informação é efetivamente relevante para os investidores. A relevância e a confiabilidade são os dois critérios principais para os órgãos que definem as normas contabilísticas, o que significa que as informações que justificam esses critérios devem ser úteis para a tomada de decisão dos investidores (Ghayoumi, Nayeri, Ansari, & Raeesi, 2011). Deste modo, os estudos sobre a relevância de valor são projetados para avaliar se os valores contabilísticos refletem as informações que são usadas pelos investidores na avaliação do património das empresas (Barth, Beaver, & Landsman, 2000).

Por outro lado, alguns autores afirmam que os ganhos podem não ser relevantes em valor ou que a sua relevância de valor é reduzida, sendo que os resultados obtidos indicam que os investidores preferem o uso de outra informação contabilística em vez da demonstração de resultados, considerando que estas não atendem aos seus objetivos devido, por exemplo, ao fraco conteúdo da informação ou às práticas de manipulação de resultados (Saeedi & Ebrahimi, 2010; Pervan & Bartulovic, 2014; Almujaed & Alfraih, 2019; Mirza et al., 2019b).

A partir do crescimento dos mercados mundiais de capitais, a questão da relevância de valor da informação contabilística foi levantada com base nos princípios contabilísticos aceites em diferentes países (Ghayoumi, et al., 2011). Desta forma, um outro tópico bastante estudado na literatura dos temas de relevância de valor é a relação entre a adoção de um novo sistema de normalização contabilística e a relevância de valor das ações das empresas que o adotam, de modo a perceber os impactos de tal adoção. O facto de as empresas serem obrigadas a seguir e a implementar normas contabilísticas, que adotam uma perspetiva de utilidade da informação orientada para os investidores com o objetivo de a contabilidade atender às necessidades dos mercados de capitais (IASB, 1994), faz com que as empresas possuam relatórios financeiros de maior qualidade, o que leva à realização de uma informação

contabilística considerada mais relevante nos preços das ações (Chen, Chen, & Su, 2001). Contudo, este fator não será considerado na presente investigação, uma vez que o objetivo definido passa por perceber o impacto da fusão entre a BVLP e a Euronext na relevância de valor da informação contabilística das empresas portuguesas, e não o efeito da adoção de Normas Contabilísticas.

Os primeiros estudos empíricos sobre a comparação ou mudança da relevância de valor da informação contabilística entre bolsas de valores ocorreram nos Estados Unidos da América (EUA) (Harris, Lang, & Möller, 1994; Collins, et al., 1997). Com o passar dos anos até à atualidade, as investigações foram alargando a pesquisa a bolsas de valores de todo o mundo, como é possível perceber na tabela resumo de revisão de literatura apresentada no **Apêndice**. Tendo por base a análise realizada, é possível afirmar que não existe um padrão definido sobre o comportamento da relevância de valor da informação contabilística das empresas cotadas. Em alguns mercados, a relevância de valor manteve-se inalterada, noutros aumentou, e em poucos casos diminuiu. Em grande parte dos estudos, percebe-se que esta variação depende de um conjunto de fatores apresentados pelos respetivos autores, o que torna essencial o estudo alargado do tema, em diversas bolsas de valores e períodos temporais.

Posto isto, de um modo geral, é possível afirmar que existem inúmeros aspetos de interesse na análise dos impactos das fusões de bolsas de valores, como questões económicas e regulamentares que afetam investigadores, empresas, corretores financeiros e, de uma forma geral, a economia. Deste modo, esta questão preocupa tanto as empresas cotadas em bolsa como as próprias bolsas de valores onde as empresas se encontram cotadas. Existem várias razões pelas quais as empresas podem beneficiar, em termos de liquidez, após a fusão de uma bolsa de valores, enfrentando um conjunto maior de potenciais investidores, diminuindo custos diretos e indiretos de transações, induzindo até um maior volume de negociação (Nielsson, 2009). Em termos da relevância de valor da informação contabilística, vários estudos foram realizados, em diferentes bolsas, localizadas em continentes distintos, como descrito anteriormente, o que naturalmente acarreta diferentes contextos culturais, legislativos e comportamentais, que permitem interpretações e conclusões distintas.

Para tal, e tendo por base a revisão literária apresentada anteriormente, foram definidas as seguintes duas hipóteses de investigação:

H1: Antes da fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas.

H2: Após a fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas.

3. Metodologia

Neste capítulo é apresentada a metodologia adotada para desenvolver a presente investigação. Numa fase inicial é exposta a amostra e os dados considerados, bem como os processos concretizados para a definir e obter. Posteriormente, são apresentadas as variáveis dependentes, independentes e de controlo utilizadas para a realização da análise, bem como o método e modelo econométrico aplicado.

3.1. Dados e Amostra

De modo a evidenciar o efeito da fusão entre a BVLP e a Euronext, a amostra de dados utilizada na presente investigação será dividida em dois momentos: o momento pré-fusão, de 1997 a 2001, e o momento pós-fusão de 2002 a 2019, onde será estudado e analisado, para cada um dos momentos, a evolução da relevância de valor da informação contabilística e comparados os resultados obtidos, de modo a evidenciar as diferenças entre os períodos. Para tal, é essencial garantir, como critério de seleção, a permanência das empresas após a fusão das bolsas. Será recolhida a informação até ao período mais recente disponível, isto é, até ao ano de 2019. Deste modo, o período de amostra abrange uma variedade de condições e acontecimentos económicos, tais como alguns anos da bolha tecnológica vivida principalmente até aos anos 2000 (Doms, 2004), bem como a crise financeira de 2007 e 2008 e a reforma fiscal, em Portugal, no ano de 2014.

A informação das empresas que constituem a amostra, bem como a informação referente às variáveis em análise, é extraída da base de dados *Datastream – Thomson Reuters*. Naturalmente, foi considerado como critério de inclusão que as empresas estivessem cotadas na bolsa Portuguesa, para o período pré-fusão e na Euronext Lisboa, para o período pós-fusão, sendo que devem possuir a seguinte informação disponível: valor contabilístico das ações, preço das ações, número de ações em circulação, total de ativos e SIC Code.

De acordo com pesquisas anteriores, como Graham & King (2000), Arce e Mora (2002), Callão, Ceullar e Jarne (2006), Kwon (2009), Bepari et al. (2013), Elshandidy, T. (2014), Gan et al. (2016) e Mirza, et al., (2019), e com o objetivo de aumentar a homogeneidade da amostra e a comparabilidade dos resultados entre os períodos, as instituições financeiras e o setor segurador foram excluídas da análise (*SIC Code* 6000 a 6799), uma vez que são caracterizadas por possuírem diferentes quadros regulamentares,

relacionados com especificidades na elaboração e publicação dos relatórios financeiros, bem como por possuírem um elevado nível de alavancagem.

Deste modo, numa fase inicial foram selecionadas 171 empresas, sendo posteriormente excluídas 110 empresas pela limitação de dados que apresentavam e 8 empresas restantes do setor financeiro. Posto isto, após a realização de todos os procedimentos mencionados anteriormente, a amostra final é constituída por 265 empresas-ano no primeiro período da amostra e 954 empresas-ano no segundo, totalizando 1219 empresas-ano na amostra global.

É apresentada, na Tabela 1, a distribuição da amostra por setor de atividade, de forma a perceber qual o setor com maior representatividade na amostra (Krismiaji, & Surifah, 2020). Torna-se pertinente apresentar esta divisão, uma vez que, nos últimos anos, foi aprofundado o estudo teórico acerca da diversificação das fusões e se esta é do interesse dos acionistas. Alguns estudos afirmam que as fusões e aquisições entre as mesmas indústrias beneficiam as bolsas de valores em maior escala do que aquelas efetuadas entre indústrias diferentes, dado que existe uma maior transferência de conhecimento e de gestão entre as duas bolsas de valores com o mesmo modelo de negócio (Dessein, 2005; Gomes- Casseres, Hagedoorn, & Jaffe, 2006). Por outro lado, as fusões que permitem a combinação de diferentes atividades poderão proporcionar um serviço financeiro mais abrangente aos seus clientes, o que poderá ser uma vantagem (Kokkoris & Olivares-Caminal, 2008).

Tabela 1 – Distribuição da amostra por setor de atividade

Setor de atividade	Sic Code	Nº de empresas-ano	Porcentagem
Agricultura, Silvicultura, Pesca	01-09	0	0%
Mineiro	10-14	0	0%
Construção	15-17	92	7,55%
Indústria Transformadora	20-39	529	43,39%
Transportes e serviços públicos	40-49	207	16,98%
Comércio grossista	50-51	92	7,55%
Comércio retalhista	52-59	92	7,55%
Finanças, seguros e imóveis	60-67	0	0%
Serviços	70-89	207	16,98%
Administração pública	91-99	0	0%
Total empresas-ano		1219	100%

Fonte: elaboração própria

3.2. Definição da Variável Dependente

O objetivo desta dissertação é estudar de que forma é que a fusão da BVLP com a Euronext, constituindo a Euronext Lisboa em 2002, impactou a relevância que a informação contabilística possui no mercado de investimentos português. Como tal, a variável dependente do estudo é a relevância de valor da informação contabilística, uma vez que o seu valor irá depender da qualidade da informação contabilística percebida pelos investidores.

Como apresentado na revisão literária da relevância de valor no capítulo anterior, a definição desta variável possui várias abordagens teóricas, que foram evoluindo com o passar dos anos e das investigações realizadas. Uma vez que é aplicado o modelo econométrico de Preço de Ohlson (1995), explicado mais à frente, que fornece uma relação entre o valor contabilístico dos ativos em bolsa e os ganhos contabilísticos da empresa, será utilizado o preço das ações, como forma de definir a relevância de valor da informação contabilística. Esta variável é obtida pelo preço de fecho ajustado das ações, extraída da base de dados *Datastream*, para todos os anos da amostra considerada.

3.3. Definição das Variáveis Independentes

Como *proxy* para medir a informação contabilística, são utilizadas duas variáveis independentes, com base, uma vez mais, no modelo de preço modificado por Ohlson (1995). A primeira variável é o lucro contabilístico, medido através do lucro por ação, EPS (do inglês, *Earnings per Share*), obtido pela taxa anual mais atualizada do último exercício financeiro. A segunda variável é o valor contabilístico por ação (do inglês, *book value per share*, BVS), obtido através do capital próprio dividido pelo número de ações em circulação, no final do exercício económico da empresa.

Além das variáveis mencionadas, serão consideradas variáveis de controlo, tendo por base um conjunto diverso de autores, com o intuito de refletir certas características institucionais do contexto empresarial português que poderão, de qualquer maneira, impactar as variáveis em análise. À semelhança de alguns estudos (como os desenvolvidos pelos autores Chandrapala, 2013; Saha & Kabra, 2019; Mirza, et al., 2019) é incorporada como variáveis de controlo a dimensão da empresa (FSIZE), obtida através de um logaritmo natural do ativo total (Bae & Jeong, 2007 e Brimble & Hodgson, 2007), sendo que as empresas cujos ativos totais se encontram abaixo da mediana do ativo total são consideradas pequenas

empresas e médias empresas, enquanto que as que se encontram acima serão consideradas grandes empresas (Badu, & Appiah, 2018). A alavancagem financeira (LEV) (Saha & Kabra, 2019; Krismiaji, & Surifah, 2020) é obtida através do quociente entre passivo e o ativo da empresa. Para testar a influência dos ganhos e das perdas na relevância de valor, é incluída a variável rentabilidade da empresa (PROF) (Saha & Kabra, 2019; Krismiaji, & Surifah, 2020), dada pelo rácio entre o custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações, e as vendas. Por fim, é incluída ainda uma variável para medir a estrutura de propriedade da empresa (OWSH) (Elshandidy, 2014), mensurada através do número total de ações em circulação livre.

De seguida, na Tabela 2, é apresentado um resumo de todas as variáveis utilizadas na investigação, bem como a definição utilizada.

Tabela 2 – Definição das variáveis utilizadas para o estudo

Designação da Variável	Código	Definição
Variável Dependente		
Preço das ações	P	Preço de fecho ajustado das ações
Variáveis Independentes		
Rentabilidade por ação	EPS	Taxa anual mais atualizada do último exercício financeiro
Valor contabilístico por ação	BVS	Divisão entre o capital próprio e o número de ações em circulação no final do ano fiscal
Variáveis de Controlo		
Dimensão da empresa	FSIZE	Logaritmo natural do ativo total
Alavancagem financeira	LEV	Quociente entre o passivo e o ativo da empresa
Rentabilidade da empresa	PROF	Rácio entre o custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações, e as vendas
Estrutura de propriedade	OWSH	Número total de ações em circulação livre

Fonte: elaboração própria

3.4. Método de Análise: Modelo Econométrico

Esta dissertação procura investigar empiricamente a relevância de valor da informação contábilística ao longo de um período total de 22 anos, de modo a perceber os efeitos decorridos da fusão da BVLP com a Euronext. Para tal, é observado até que ponto as mudanças no valor de mercado e nos preços das ações estão estatisticamente associadas às alterações nos ganhos e no valor contábilístico, através da utilização do modelo de Preço, definido por Ohlson (1995).

Os modelos de relevância de valor são importantes para verificar se os valores contábilísticos são significativos para a tomada de decisão dos investidores, pois, caso contrário, se a informação divulgada pela empresa não possuir relevância para os seus utilizadores, todo o esforço e tempo aplicado pelo departamento financeiro das empresas será inútil (Duarte, Girão, & Paulo, 2017).

Os testes sobre a relevância de valor, normalmente, são testes conjuntos de relevância e confiabilidade. Embora a descoberta de relevância de valor indique que o valor contábilístico é relevante e confiável, é difícil atribuir a causa da falta de relevância a um certo fator, pelo menos até certo ponto. Os estudos de relevância de valor utilizam vários modelos de avaliação para estruturar os seus testes e, geralmente, utilizam o valor de mercado de ações como referência para avaliar de que forma determinados valores contábilísticos refletem as informações utilizadas pelos investidores. Normalmente, os testes concentram-se nos coeficientes dos valores contábilísticos da equação de estimativa (Barth, et al., 2001).

Os modelos que formam a base para os testes na literatura acerca da relevância de valor são desenvolvidos em termos do nível de valor da empresa, como em Ohlson (1995) e Miller & Modigliani (1996). Através das mudanças nos preços das ações ou das rentabilidades, existem abordagens alternativas para avaliar a relevância do valor em que a equação de avaliação depende do modelo de avaliação adotado. A escolha da abordagem a utilizar depende de um conjunto de hipóteses ditadas pela questão de pesquisa e das considerações econométricas (Landsman & Magliolo, 1988). A principal diferença entre os estudos de relevância de valor que analisam os níveis de preços, as variações ou as rentabilidades de preços é que os primeiros focam em refletir o valor da empresa e os segundos e terceiros pretendem refletir as mudanças do valor ao longo de um determinado período de tempo (Barth et al, 2001).

A grande generalidade dos estudos desenvolvidos mede a relevância de valor da informação contábilística utilizando um modelo de preço ou um modelo de rentabilidade.

Ambos os modelos de avaliação alcançaram as pesquisas de mercado e foram testados com sucesso em vários estudos (alguns deles: Francis & Schipper, 1999; Bae & Jeong, 2007; Mishary & Alanezi, 2011; Bilgic & Ibis, 2013). De modo a compreender melhor a necessidade de existirem dois modelos econométricos para o estudo deste tema, é efetuado um breve contexto sobre ambos os modelos.

No modelo de rentabilidade, a relevância de valor dos ganhos é estudada através da regressão entre as rentabilidades das ações de mercado sobre os ganhos contabilísticos (Easton & Harris, 1991). Embora este modelo seja amplamente utilizado na pesquisa contabilística (por exemplo, Amir et al., 1993; Harris et al., 1994; Haw et al., 1998), os modelos de preço acabaram por persistir na literatura (por exemplo, Landsman, 1986; Barth, 1991; Eccher et al., 1996; Bao & Chow, 1996; Burgstahler & Dichev, 1997; Collins et al., 1997; Chandrapala, 2013; Adwan, Alhaj-Ismail & Girardone, 2020).

No modelo de preço, os preços das ações de mercado são equivalentes aos seus ganhos por ação e ao valor contabilístico por ação (Dahmash & Qabajeh, 2012). Estes possuem duas vantagens face aos modelos de rentabilidades. A primeira é que o modelo de preço é economicamente mais eficaz, uma vez que os declives dos coeficientes estimados por este modelo são menos tendenciosos, comparativamente ao modelo de rentabilidade. Ainda, produz coeficientes de ganhos imparciais, uma vez que os preços das ações refletem o efeito cumulativo das informações sobre ganhos (Kothari & Zimmerman, 1995). A segunda vantagem é que os modelos de rentabilidade apenas permitem avaliar a relevância do valor dos ganhos contabilísticos, enquanto que o modelo de preço mostra de que forma é que o valor de mercado de uma empresa se relaciona com os valores contabilísticos do capital próprio e com os ganhos contabilísticos. Dado que estas duas componentes desempenham diferentes funções nos preços dos títulos, o modelo selecionado permitirá expandir o espetro de pesquisa da relevância de valor. Deste modo, para analisar a relação entre os preços das ações e a informação contabilística das empresas cotadas em Portugal, será realizada uma correlação entre o preço das ações e as variáveis contabilísticas.

A relevância de valor indica a existência de uma relação significativa entre as variáveis contabilísticas e os preços das ações de mercado ou a rentabilidade das ações, ou ambos (Francis & Schipper, 1999). Para tal, é considerada mais apropriada uma análise de regressão. A regressão simples e múltipla é utilizada, principalmente, em relação aos modelos de preço e de rentabilidade (Buguit, Soi, Koskei e Kibet, 2013; Nyabundi, 2013; Oshodin & Chijoke,

2014, Olugbenga, & Atanda, 2014), tendo por base o método de regressão dos mínimos quadrados ordinários (do inglês, *ordinary least squares* – OLS).

De forma a alcançar o objetivo proposto na presente dissertação, o modelo de relevância de valor da informação contabilística utilizado neste estudo é o modelo de preço de Ohlson, semelhante aos modelos de Collins, et al., (1997), King & Langli (1998), Bao & Chow (1999), Francis e Schipper (1999), Pathirawasam (2010) e Chandrapala, (2013).

3.4.1. Modelo de Preço de Ohlson

Tendo por base as opções metodológicas apresentadas, nesta investigação será aplicado o modelo de preço de Ohlson (1995) para testar as hipóteses formuladas.

Este modelo não depende de um conceito de ganhos permanentes ou de valor de ativos e passivos. Ainda assim, é assumida a hipótese dos mercados de capitais eficientes, embora permita a premissa de mercados imperfeitos por um número finito de períodos, pelo que se torna relevante verificar a hipótese a cada estudo (Ohlson, 1995).

A metodologia a aplicar é a Regressão Linear Múltipla, baseada em Ohlson (1995), para desenvolver o modelo usando o Método dos Mínimos Quadrados (OLS). As relações entre os valores de mercado das empresas e as diferentes variáveis independentes foram verificadas através do teste da significância dos coeficientes de regressão, enquanto a relevância do valor das variáveis contabilísticas foi medida pelos coeficientes de cada uma das variáveis, bem como pelos coeficientes de determinação (R^2). O R^2 é utilizado como uma métrica para medir a relevância de valor da informação contabilística na literatura prévia (Bowerman & Sharma, 2016; Badu, & Appiah, 2018). Consistente com a heteroscedasticidade de Kothari & Zimmerman (1995) e Alfaraih & Alanezi (2011), a regressão anual é reduzida, utilizando a matriz de covariância de autocorrelação congruente com a heteroscedasticidade de White (1980). O principal objetivo da realização do teste de heteroscedasticidade é garantir que os dados sejam homogêneos, que não tenham problemas de heterogeneidade, e, deste modo, obter estimadores cêtricos e eficientes.

O modelo aplicado segue Ohlson (1995) e tem sido amplamente utilizado na maioria dos estudos anteriores (Collins et al., 1997; Chen et al., 1999; Gjerde et al., 2005; El Shamy & Kayed, 2005; Brimble and Hodgson, 2007; Alfaraih e Alanezi, 2011; Bowerman & Sharma, 2016; Badu, & Appiah, 2018). De acordo com a definição do autor, o modelo expressa o valor de uma empresa como uma relação linear entre o valor contabilístico das ações e o lucro. O valor contabilístico por ação (BVS) refere-se ao total de ativos de uma empresa

subtraído do total de passivos dividido pelo número de ações ordinárias. O lucro por ação (EPS) calcula-se dividindo o lucro após os juros e impostos de uma empresa pelo número médio ponderado de ações ordinárias. Deste modo, é estimada a seguinte primeira equação, que conjuga a aplicação das duas variáveis mencionadas, utilizando o modelo de regressão, em painel de efeitos fixos:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \beta_2 \text{BVS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.1)$$

onde a variável dependente, P_{it} , representa a relevância de valor da informação contabilística da empresa i no ano t através do preço de fecho ajustado das ações, e as variáveis independentes incluem a rentabilidade por ação (EPS) e o valor contabilístico por ação (BVS).

De modo a comparar o poder explicativo das duas variáveis independentes no preço das ações, é realizada uma análise individual às mesmas. Assim, será realizada uma decomposição da equação (1.1), tendo por base Easton (1985), derivado de Theil (1971), da seguinte forma:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.2)$$

e,

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BVS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.3)$$

onde as variáveis apresentam as mesmas características do que na equação (1.1).

Por fim, de modo a perceber o possível impacto das variáveis de controlo consideradas para a análise, será estudada a seguinte equação:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \beta_2 \text{BVS}_{it} + \beta_3 \text{LNFSIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{PROF}_{it} + \beta_6 \text{OWSH} + \varepsilon_{it} \quad (1.4)$$

onde a variável dependente, P_{it} , representa a relevância de valor da informação contabilística da empresa i no ano t através do preço de fecho ajustado das ações, e as variáveis independentes incluem a rentabilidade por ação (EPS), o valor contabilístico por

ação (BVS), a dimensão da empresa (FSIZE), a alavancagem financeira (LEV), a rentabilidade da empresa (PROF) e a estrutura de propriedade (OWSH).

Uma vez que as variáveis observadas, ou seja, o lucro e o valor contábilístico, explicam os preços das ações, é esperado que os coeficientes de regressão nessas variáveis sejam positivos e significativos. O poder explicativo das variáveis contábilísticas é analisado através do coeficiente de determinação do modelo de regressão estimado. Ao analisar as mudanças na relevância de valor da informação contábilística ao longo do tempo, é ainda analisado os coeficientes de determinação (R^2) no período observado. Ao analisar a relevância de valor da informação contábilística no contexto dos mercados de capitais das economias em transição, pode-se supor que a relevância do valor tenha aumentado ao longo do tempo devido ao desenvolvimento dos mercados de capitais, mas também devido às melhorias na estrutura regulamentar e financeira e nos padrões dos relatórios financeiros (Devalle, Onali, & Magarini, 2010).

Ohlson e Kim (2015) estudaram a estimação através de um método não-paramétrico de regressão linear. Neste estudo, os autores encontraram evidências de que o modelo OLS estimado sem utilização de *scaling* obtém piores resultados comparativamente à estimação proposta, designada por Theil-Sen, que obtém estimações mais estáveis e robustas a dados financeiros e contábilísticos com presença de heteroscedasticidade (Ohlson, & Kim, 2015). Apesar desta referência, esta análise não será objeto de estudo nesta dissertação.

4. Resultados

Neste capítulo serão apresentados, numa primeira fase, os resultados obtidos através da análise às estatísticas descritivas e às correlações entre as variáveis, de modo a melhor compreender o comportamento das variáveis em análise. Em seguida, são expostos os resultados multivariados provenientes da estimação dos modelos econométricos apresentados.

4.1. Análise Univariada

De seguida serão apresentadas as estatísticas descritivas, para o período total, das variáveis utilizadas nesta investigação, apresentadas no capítulo anterior, para o desenvolvimento do modelo de Preço.

Na tabela 3 encontram-se as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas na presente investigação, para o período global de análise (1997-2019), obtidas através do *software Eviews*. Da análise realizada, é possível afirmar que o preço médio das ações para o período total de 23 anos é de, aproximadamente, 8€ com uma mediana correspondente de 2,21€, variando de um preço mínimo de 0,01€ a um preço máximo de 418,69€. A rentabilidade das ações regista uma média de 0,06% e uma mediana de 0,10%, estendendo-se de -28,57% a 19,60%. Em termos do valor contabilístico por ação, apresenta uma média de 7,14€ e uma mediana de 1,89€.

Passando à análise das variáveis de controlo, aplicadas na equação 1.4, e começando pela dimensão da empresa, percebe-se a existência de uma média consideravelmente elevada, pelo que se constata que a amostra utilizada é constituída maioritariamente por grandes empresas. Em termos do nível de alavancagem financeira, constata-se um valor médio de 0,38%, sendo que a amostra utilizada incorpora empresas com níveis de alavancagem compreendidos entre os 0% e os 2,58%. No que toca à rentabilidade das mesmas, as estatísticas descritivas são bastante satisfatórias, com um valor médio de 86,43% e um máximo de 895,15%. Por fim, para a variável que define a estrutura de propriedade através do número de ações em circulação, verificam-se valores bastante significativos, atingindo um máximo de 3.734.055 ações.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas para o período global

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão
P	7.965039	2.212000	418.6900	0.007500	29.34047
EPS	0.055721	0.098350	19.59800	-28.56700	3.340413
BVS	7.140100	1.894000	302.8900	-19.40900	24.84044
FSIZE	12.85026	12.83002	17.58087	7.869402	1.964070
LEV	0.382492	0.375039	2.578830	0.000000	0.229044
PROF	86.42568	87.47000	895.1500	0.020000	46.76696
OWSH	324480.0	86395.00	3734055.	200.0000	673329.9

Fonte: elaboração própria.

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para todas as variáveis dependentes, independentes e de controlo. P é definido através do preço de fecho ajustado das ações. EPS é a rentabilidade por ação, obtida através da taxa mais atualizada do último exercício financeiro. BVS é o valor contabilístico por ação, representado pela divisão entre o capital próprio e o número de ações em circulação no final do ano fiscal. A dimensão da empresa, FSIZE, é obtida através do logaritmo natural do ativo total. A alavancagem financeira, LEV, é definida pelo quociente entre o passivo e o ativo da empresa. A rentabilidade da empresa, PROF, é obtida através do rácio entre o custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações e as vendas ou receitas líquidas. A estrutura de propriedade, OWSH, dá-se a partir do número total de ações em circulação livre.

4.2. Análise bivariada

Na Tabela 4 são apresentados os resultados do teste de correlações entre a variável dependente, preço das ações, e todas as variáveis independentes e de controlo. Como seria de esperar pela literatura analisada, as variáveis EPS e BVS são positivamente correlacionadas com o preço de fecho ajustado das ações, 0,15 e 0,87 respetivamente, demonstrando o impacto positivo que a rentabilidade por ação e o valor contabilístico por ação possuem na relevância de valor da informação contabilística das empresas, sendo que importa destacar a forte correlação de BVS com P. Entre as duas variáveis independentes existe uma correlação positivamente significativa de 0,12, o que vai ao encontro dos pressupostos do modelo de Ohlson para aplicação das respetivas variáveis, devido à não existência de multicolinearidade.

No que concerne às restantes variáveis incluídas na análise, verifica-se uma forte correlação positiva (0,70) entre a dimensão da empresa e o preço das ações, sendo que, com a variável BVS, esta relação já apresenta uma correlação fraca, apesar de manter o sinal positivo (0,04). Tal poderá indicar que um tamanho elevado da empresa possui um impacto positivo na relevância de valor. A alavancagem financeira apresenta uma correlação fraca com sinal negativo com a variável dependente (-0,05) e independentes (-0,15 e -0,07), o que seria de esperar pelo impacto negativo que o nível de endividamento de uma empresa possui nos preços das suas ações. A variável de controlo relativa à rentabilidade da empresa encontra-se fracamente correlacionada com o preço das ações e com as duas variáveis independentes. De igual modo, a variável estrutura de propriedade também possui fracos valores de correlação com as variáveis mencionadas.

Relativamente aos coeficientes de correlação entre todas as variáveis de controlo, destacam-se os valores mais elevados encontrados, nomeadamente na relação entre o tamanho da empresa e a estrutura de propriedade, com uma correlação positiva forte, o que é compreensível, uma vez que as grandes empresas possuem maior disponibilidade para oferecerem um maior número de ações. Por outro lado, destaca-se a correlação negativa entre a rentabilidade da empresa e sua dimensão, que poderá ser explicada pelo possível impacto da elevada amostra temporal dos dados e por todas as circunstâncias económicas que esta abarca, mencionadas anteriormente nesta dissertação.

Tabela 4 – Matriz de Correlações

Variáveis	P	EPS	BVS	FSIZE	LEV	PROF	OWSH
P	1						
EPS	0.150082	1					
BVS	0.865710	0.118821	1				
FSIZE	0.700903	-0.013946	0.041730	1			
LEV	-0.047601	-0.153063	-0.073602	0.119107	1		
PROF	-0.015046	-0.099310	0.008221	-0.214578	0.115305	1	
OWSH	-0.079389	0.017381	-0.107304	0.648943	0.045120	-0.115000	1

Fonte: elaboração própria.

A tabela 4 apresenta as correlações entre as variáveis utilizadas no presente estudo. Para tal, foram realizados os coeficientes de correlação de Pearson. P é definido através do preço de fecho ajustado das ações. VR é definida através do logaritmo natural do rácio entre o valor de mercado e o preço de fecho ajustado das ações. EPS é a rentabilidade por ação, obtida através da taxa mais atualizada do último exercício financeiro. BVS é o valor contabilístico por ação, representado pela divisão entre o capital próprio e o número de ações em circulação no final do ano fiscal. A alavancagem financeira, LEV, é definida pelo quociente entre o passivo e o ativo da empresa. A rentabilidade da empresa, PROF, é obtida através do rácio entre o custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações e as vendas ou receitas líquidas. E por fim, a estrutura de propriedade, OWSH, dá-se a partir do número total de ações em circulação livre.

4.3. Análise Multivariada

Neste subcapítulo são apresentados e discutidos os principais resultados obtidos através da estimação dos modelos descritos no capítulo anterior, que permitiram analisar a relevância de valor da informação contabilística das empresas portuguesas, nos períodos pré e pós fusão da Bolsa de Lisboa e do Porto com a Euronext, constituindo a Euronext Lisboa em 2002. Para a análise às regressões lineares recorreu-se ao *software Eviews*, de modo a estimar os coeficientes do modelo de Ohlson.

A fim de perceber a relevância de valor da informação contabilística, foi aplicado um modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos, corrigido de heteroscedasticidade. Para a definição do efeito a aplicar, realizou-se o teste de Hausman, através do qual se obteve resultados indicadores da aplicação de efeitos fixos. Deste modo, foram realizados os devidos processos de análise, e obtidos os resultados apresentados de seguida, para cada um dos períodos.

4.2.1 Relevância de Valor da Informação Contabilística no período pré-fusão

Inicialmente são estimadas as equações para a amostra combinada para o período pré-fusão, totalizando um conjunto de cinco anos, obtendo-se os resultados apresentados na Tabela 5. São apresentados os resultados da estimação das quatro equações definidas no capítulo anterior para a medição da relevância de valor da informação contabilística, através do impacto que as diferentes variáveis contabilísticas possuem no preço das ações, para o período anterior à fusão entre as bolsas.

Os resultados da primeira equação, onde é testado o impacto conjunto da rentabilidade (EPS) e do valor contabilístico por ação (BVS) no preço das mesmas (P), evidenciam uma relação positiva e estatisticamente significativa da rentabilidade obtida por ação no respetivo preço (5.989). Por outro lado, no que concerne ao valor contabilístico por ação, é identificada uma relação negativa com o preço (-0.206). O elevado poder explicativo verificado na variável rentabilidade das ações, implica que esta esteja fortemente relacionada com os preços (Lo & Lys, 2000; Alfaraih & Alanezi, 2011; Keener, 2011; Kargin, 2013; Bowerman & Sharma, 2016). Como referido aquando da revisão literária, a relevância de valor é conduzida pela rentabilidade por ação e pelo valor contabilístico por ação, devido à conexão intuitiva com o preço das ações (Collins et al., 1997; Chen et al., 1999; Gjerde et al., 2005; El Shamy & Kayed, 2005; Brimble & Hodgson, 2007; Badu, & Appiah, 2018). Pelos

coeficientes obtidos, é possível afirmar que os resultados sugerem que o valor contábilístico das ações não contribui positivamente para a definição do seu preço no período anterior à fusão, o que contraria a definição teórica exposta e defendida pela literatura apresentada ao longo da presente dissertação para definir a relevância de valor da informação contábilística.

A segunda equação sugere que a rentabilidade das ações (EPS), de forma individual, possui um impacto positivo e significativo no preço das ações (5.501), numa medida ligeiramente inferior ao resultado obtido na primeira equação, quando medida conjuntamente com o valor contábilístico. Contudo, o resultado desta variável continua consistente e de acordo com o esperado.

Na equação seguinte, é realizada a análise individual do impacto do valor contábilístico das ações (BVS) no preço que lhes é aplicado. Do resultado obtido, percebe-se uma evidência consistente com os resultados esperados, uma vez que o valor contábilístico contribui positivamente para a definição do preço das ações.

Por fim, na quarta equação analisada, verifica-se uma melhoria no resultado obtido para a variável rentabilidade da ação (6.084), o que indica que a conjugação entre a EPS e BVS, tendo em consideração todas as restantes variáveis de controlo - a dimensão da empresa (FSIZE), a alavancagem financeira (LEV), a rentabilidade da empresa (PROF) e a estrutura de propriedade (OWSH) - leva a melhorias na relação da EPS com o preço. Por outro lado, o valor contábilístico (BVS) por ação apresenta uma relação negativa com o preço, com um valor superior ao identificado na primeira equação em análise (-0.216), o que indica que a interação entre todas as variáveis não permite melhorias na relação do BVS com o preço das ações. Como mencionado anteriormente, na análise aos resultados da primeira equação, este resultado não apresenta consistência com as pesquisas anteriores, uma vez que não existe uma relação positiva entre a variável BVS com a variável P, o que limita a relevância de valor da informação contábilística, no período anterior à fusão entre as bolsas de valores. De um modo geral, a literatura anterior encontrou evidências inconclusivas quanto à relação entre o preço das ações e o seu valor contábilístico. Uma explicação para tal é apresentada por Bartov et al. (2001) e Barton, Hansen & Pownall (2010), onde os autores concluem que nenhuma medida de desempenho domina unicamente a associação com o valor de mercado da empresa. As evidências encontradas indicam que as medidas de desempenho, consideradas úteis na avaliação, variam em diferentes circunstâncias económicas e regimes contábilísticos. Barth et al. (2001) afirmam que o modelo de mudança de preço, e até mesmo o de rentabilidade, é incapaz de explicar o que é refletido no valor da

empresa, e conseqüentemente no valor das suas ações, sendo que apenas explica os fatores determinantes das suas mudanças.

Passando aos resultados obtidos em torno das variáveis de controlo, que refletem as características institucionais do contexto empresarial português, para a variável dimensão da empresa (FSIZE), verifica-se um coeficiente negativo (-1.214). De acordo com a literatura, efetivamente, as empresas com maior dimensão possuem maior visibilidade por parte dos investidores estrangeiros, o que pode levar a uma maior tendência para que estes invistam nestas empresas após a ocorrência de uma fusão na bolsa. Sobre esta afirmação, o autor Nielsson (2009) alerta para a questão de que as empresas que são consideradas grandes internamente podem deixar de o ser quando passam para um mercado maior, por consequência da fusão de bolsas. Por outro lado, as empresas menores podem tornar-se relativamente mais pequenas depois dos mercados se fundirem, visto que o mercado aumenta, mas o seu tamanho mantém-se inalterado. A visibilidade das pequenas empresas pode aumentar, mas ainda assim a sua importância pode continuar a não ser suficiente para os grandes investidores. Estas empresas podem, ainda, usufruir de uma vantagem indireta relacionada com a tendência crescente de se tornarem internacionalmente interessantes para serem adquiridas por outras empresas. Estudos anteriores indicam que o tamanho da empresa é um fator fundamental para determinar a relevância do valor da informação contabilística. Brimble e Hodgson (2007) afirmam que o poder explicativo da informação contabilística das pequenas empresas é superior quando comparado com as grandes. Hodgson e Clarke (2000) utilizam as rentabilidades anuais das ações como variáveis dependentes e encontram evidências que o poder explicativo e os coeficientes de resposta aos lucros são mais relevantes para grandes empresas do que para pequenas. Por outro lado, Bae e Jeong (2007) percebem que as empresas de maior dimensão possuem um poder explicativo superior.

Relativamente à variável alavancagem financeira (LEV), verifica-se uma relação positiva com o preço das ações (5.196), o que indica que uma empresa que possua um maior nível de alavancagem financeira irá possuir um preço mais elevado nas suas ações. Quando uma empresa é financiada por dívida, considera-se que existe alavancagem se a relação dívida/ativo aumentar. Esta situação implicará, naturalmente, um maior risco operacional para a empresa (Matsa, 2010), o que poderá desencadear um aumento do preço das ações.

No que concerne à rentabilidade da empresa (PROF), a variável apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo (0.050), o que vai ao encontro dos

resultados obtidos na literatura que serviu de base à inclusão da variável de controlo (Badu, & Appiah, 2018; Saha, & Kabra, 2019; Krismiaji, & Surifah, 2020). Este resultado leva à perceção de que quanto maior for a rentabilidade de uma empresa, maior será o preço praticado pelas suas ações, uma vez que existe um valor maior a ser perçecionado pelo mercado.

Por último, relativamente à estrutura de propriedade (OWSH), obtida através do número de ações em circulação livre, obteve-se um coeficiente negativo, cujo valor encontra-se muito próximo de zero. Este resultado é consistente com o estudo realizado por Tamer Elshandidy (2014), onde esta variável possui igualmente um coeficiente negativo para todos os três tipos de ações existentes no mercado chinês.

Para todas as equações analisadas acima, para o período de pré-fusão, os resultados apresentados são corroborados por todos os níveis de confiança encontrados, cujo mínimo corresponde a 88%, e os R^2 ajustados alcançados, onde o preço das ações é explicado em, pelo menos, 85% pelas variáveis independentes e de controlo aplicadas. O valor mais alto identificado apresenta uma percentagem de 97,4% para a quarta equação, o que é bastante satisfatório, considerando que nesta equação é incorporado um grande número de variáveis.

Deste modo, é possível afirmar que a hipótese 1 definida para esta investigação, que afirma que, antes da fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas, está comprovada para apenas algumas das equações, uma vez que em dois momentos o valor contabilístico das ações impacta de forma negativa o preço das mesmas. Além disso, para ambas as equações onde é medido em conjunto o efeito da rentabilidade e do valor contabilístico das ações, esta última variável assume uma relação negativa com o preço, o que não é um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística, para o período pré-fusão.

Tabela 5 - Resultados da estimação das equações no período pré-fusão

Variável	P	P	P	P
Equação	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
C	12.79216*** (10.67847)	10.70942*** (26.76573)	8.823246* (1.563181)	25.61213 (0.751568)
EPS	5.988653*** (5.652542)	5.500512*** (4.487949)	-	6.083901*** (5.126398)
BVS	-0.205609* (-1.511319)	-	0.340750 (0.661636)	-0.216412* (-1.499291)
FSIZE	-	-	-	-1.214092 (-0.428190)
LEV	-	-	-	5.197536 (0.876198)
PROF	-	-	-	0.050184*** (3.270018)
OWSH	-	-	-	-0.000001 (-0.362259)
R-squared	0.971852	0.969059	0.883091	0.973511
Adjusted R-squared	0.963216	0.959898	0.848085	0.961935
F-statistic	112.5306	105.7777	25.22644	84.10295
Prob (F-statistic)	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
Total panel (unbalanced) observations	231	233	231	172

Fonte: elaboração própria.

A tabela 5 apresenta a estimação das equações 1.1, 1.2, 1.3 e 1.4. P é definido através do preço de fecho ajustado das ações. EPS apresenta os valores de rentabilidade das ações. BVS exprime a pontuação do valor contabilístico por ação. LEV define-se pelo quociente entre o passivo e o ativo da empresa. A rentabilidade da empresa, PROF, obtém-se através do rácio entre custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações, e as vendas ou receitas líquidas. A estrutura de propriedade, OWSH, dá-se a partir do número total de ações em circulação livre.

Para a respetiva regressão, foi aplicado o método OLS aplicado com efeitos fixos (concluído através da obtenção de probabilidade 0 no teste de Hausman), corrigido de heteroscedasticidade aplicando o método White cross-section standard errors & covariance.

*, **, *** indicam os níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os valores apresentados entre parêntesis representam os valores t-statistic observados.

4.2.2. Relevância de Valor da Informação Contabilística no período pós-fusão

Estimando as mesmas equações para a amostra constituída pelo período pós-fusão, totalizando um conjunto de dezoito anos, obtêm-se os resultados expostos na Tabela 6. São apresentados os resultados da estimação das quatro equações definidas no capítulo anterior para a medição da relevância de valor da informação contabilística, através do impacto que as diferentes variáveis contabilísticas possuem no preço das ações, para o período posterior à fusão entre as bolsas.

Na primeira equação, onde é testado o impacto conjunto da rentabilidade (EPS) e do valor contabilístico por ação (BVS) no preço das mesmas (P), os resultados obtidos para os coeficientes das variáveis independentes são positivos e estatisticamente significativos (1.288 e 1.018, respetivamente). Para este período, após a fusão entre as bolsas de valores, percebe-se que o resultado obtido para o valor contabilístico por ação altera de um impacto negativo no preço das mesmas, para um impacto positivo, o que apresenta ser um resultado favorável à relevância de valor da informação contabilística no período após a fusão da bolsa de valores. Para estes resultados, existe igualmente um elevado poder explicativo, o que implica que a rentabilidade e o valor contabilístico das ações estejam fortemente relacionados aos seus preços (Lo & Lys, 2000; Alfaraih & Alanezi, 2011; Keener, 2011; Kargin, 2013; Bowerman & Sharma, 2016). Estes resultados demonstram que as informações financeiras das empresas são relevantes para os seus utilizadores, uma vez que impactam o preço praticado das suas ações. Deste modo, os resultados sugerem que a informação contabilística possui um valor relevante devido ao impacto positivo e significativo das variáveis rentabilidade e valor contabilístico por ação no respetivo preço. Deste modo, confirma-se a importância dos EPS e BVS para avaliar a relevância de valor, como sugerido pelo modelo de Ohlson (1995) e para a tomada de decisão de todos os utilizadores da informação contabilística, como proposto pela estrutura concetual para os relatórios financeiros (IASB, 2018).

Na segunda equação é obtido, de forma individual, um coeficiente positivo e significativo (2.208) para a rentabilidade das ações (EPS), no preço das ações (5.501), num valor que alcança quase o dobro do registado na primeira equação, quando medida conjuntamente com o valor contabilístico. Deste modo, é possível afirmar que o resultado desta variável continua consistente e de acordo com o esperado.

Na equação seguinte, é realizada a análise individual do impacto do valor contabilístico das ações (BVS) no preço que lhes é aplicado, obtendo-se um coeficiente positivo e significativo (1.094). Este resultado é superior ao obtido na primeira equação, contribuindo positivamente para a definição do preço das ações, mantendo a consistência com os resultados esperados através da literatura analisada.

Por fim, na quarta equação, considerando a conjugação entre a EPS e BVS, incluindo todas as variáveis de controlo consideradas no estudo, a dimensão da empresa (FSIZE), a alavancagem financeira (LEV), a rentabilidade da empresa (PROF) e a estrutura de propriedade (OWSH), os resultados obtidos para as variáveis rentabilidade e valor contabilístico da ação mantêm-se praticamente iguais aos alcançados na primeira equação (1.292 e 1.046, respetivamente). Por esse motivo, de igual modo para esta equação, os resultados das variáveis independentes permanecem consistentes com as pesquisas anteriores, uma vez que existe uma relação positiva entre as variáveis EPS e BVS com a variável P, o que aumenta a relevância de valor da informação contabilística, no período posterior à fusão entre as bolsas de valores.

Passando à análise dos resultados obtidos em torno das variáveis de controlo, que refletem as características institucionais do contexto empresarial português, para a variável dimensão da empresa (FSIZE) verifica-se que se mantém o coeficiente negativo e significativo de um período para o outro (-1.786), o que indica que empresas de maior dimensão irão possuir uma relevância de valor da sua informação contabilística inferior. Como mencionado nos resultados do período anterior à fusão, ao longo da literatura relacionada com este tema, é recorrente a utilização da variável dimensão da empresa como um fator fundamental para determinar a relevância de valor da informação contabilística. Contudo, como igualmente mencionado, vários resultados foram encontrados para diferentes mercados e contextos, sendo que em alguns casos as pequenas empresas revelam um maior poder explicativo da informação contabilística (Brimble & Hodgson, 2007), enquanto que noutros casos são as grandes empresas que explicam mais fortemente esta relação (Hodgson & Clarke, 2000; Bae & Jeong, 2007; Badu & Appiah, 2018; Saha, & Kabra, 2019). Uma explicação apresentada para esta variação é apresentada por Hayn (1995), onde é explicado que tal conclusão pode ser devida ao facto de os analistas seguirem mais recorrentemente as empresas de maior dimensão, bem como estas disponibilizarem maior quantidade de informação, e pelo facto de existir um menor número de grandes empresas

comparado com o número de pequenas e médias empresas no mercado, o que permite um maior foco.

De seguida, relativamente à variável alavancagem financeira (LEV), verifica-se uma relação positiva com o preço das ações (2.647), em menor valor comparativamente ao período anterior, o que indica que, para o período após a fusão das bolsas, o nível de alavancagem financeira de uma empresa desencadeia um menor aumento no preço das suas ações. Como explicado anteriormente, este resultado pode dever-se ao risco mais elevado que a empresa assume, desencadeando um aumento de preços nas suas ações. Este resultado vai ao encontro dos resultados encontrados pelos autores Mirza, Malek, & Abdul-Hamid, (2019), no mercado da Malásia, Saha, & Kabra, (2019), na Índia, e Krismiaji, & Surifah (2020), no mercado bolsista da Indonésia. Por outro lado, no estudo desenvolvido por Saha & Kabra (2019), os autores verificaram um impacto não significativo da alavancagem no preço das ações das empresas.

No que concerne à rentabilidade da empresa (PROF), a variável apresenta um coeficiente positivo, próximo de zero, estatisticamente significativo (0.004), o que mantém a consistência com os resultados obtidos na literatura que serviu de base à inclusão da variável de controlo (Zechhouser & Pown, 1990; Thomsen & Pedersen, 2000; Badu, & Appiah, 2018; Saha, & Kabra, 2019; Krismiaji, & Surifah, 2020). Este resultado leva à perceção de que quanto maior for a rentabilidade de uma empresa, maior será o preço praticado pelas suas ações, uma vez que existe um maior valor a ser perçecionado pelo mercado. Os autores Khan, & Vieito (2012) indicam que o Mercado de Capitais Português é ineficiente em forma fraca durante o período pré-fusão, o que implica que os investidores conseguiram ter a oportunidade de obter rentabilidades anormais, embora pequenas em magnitude. Os seus resultados, sensíveis à metodologia utilizada, indicaram uma evidência mista de melhoria na eficiência do mercado durante o período pós-fusão. Embora os resultados sejam variados, a maioria dos testes mostra uma tendência de melhoria na eficiência. No geral, os resultados do estudo desenvolvido pelos autores mencionados, mostram que o mercado português, como muitos outros mercados emergentes, é, em geral, ineficiente na sua forma fraca, mas o impacto da fusão das bolsas de valores sobre a eficiência é misto e sensível à metodologia utilizada.

Por último, relativamente à estrutura de propriedade (OWSH), obtida através do número de ações em circulação livre, obteve-se igualmente um coeficiente negativo, cujo valor encontra-se muito próximo de zero. Deste modo, este resultado permanece consistente

com o estudo realizado por Tamer Elshandidy (2014), onde esta variável possui igualmente um coeficiente negativo para os três tipos de ações existentes no mercado chinês.

Deste modo, é possível afirmar que a hipótese 2 definida para esta investigação, que afirma que após a fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas, está comprovada para todas as equações consideradas, uma vez que, em todos os momentos, a rentabilidade e o valor contabilístico das ações impacta de forma positiva o preço das mesmas. Estes resultados apresentam-se como um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística, levando a aumentos da mesma para o período pós-fusão.

Com base em todos os resultados expostos anteriormente, verifica-se que o modelo de preço de Ohlson (1995) fornece evidências consistentes com as hipóteses desenvolvidas, sendo possível afirmar que existem provas empíricas de que a fusão entre a bolsa de valores de Lisboa e Porto com a Euronext em 2002 influencia positivamente a relevância de valor da informação contabilística das empresas Portuguesas.

Tabela 6 - Resultados da estimação das equações no período pós-fusão

Variável	P	P	P	P
Equação	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
C	0.246695 (0.441186)	6.130873*** (10.20907)	-0.196592 (-0.388585)	22.09382*** (2.311973)
EPS	1.288092*** (2.308594)	2.208635** (1.921809)	-	1.291720*** (2.287366)
BVS	1.018156*** (12.57217)	-	1.094271*** (8.647142)	1.046115*** (12.11199)
FSIZE	-	-	-	-1.78620*** (-2.327997)
LEV	-	-	-	2.646993 (1.168739)
PROF	-	-	-	0.004006 (0.857751)
OWSH	-	-	-	-0.000001* (-1.291849)
R-squared	0.811645	0.531048	0.782293	0.813517
Adjusted R-squared	0.795156	0.490852	0.763632	0.795542
F-statistic	49.22351	13.21150	41.92213	45.26001
Prob (F-statistic)	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
Total panel (unbalanced) observations	647	647	647	638

Fonte: elaboração própria.

A tabela 6 apresenta a estimação das equações 1.1, 1.2, 1.3 e 1.4. P é definido através do preço de fecho ajustado das ações. EPS apresenta os valores de rentabilidade das ações. BVS exprime a pontuação do valor contabilístico por ação. LEV define-se pelo quociente entre o passivo e o ativo da empresa. A rentabilidade da empresa, PROF, obtém-se através do rácio entre custo das mercadorias vendidas, excluindo as depreciações, e as vendas ou receitas líquidas. A estrutura de propriedade, OWSH, dá-se a partir do número total de ações em circulação livre.

Para a respetiva regressão, foi aplicado o método OLS aplicado com efeitos fixos (concluído através da obtenção de probabilidade 0 no teste de Hausman), corrigido de heteroscedasticidade aplicando o método White cross-section standard errors & covariance.

*, **, *** indicam os níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os valores apresentados entre parêntesis representam os valores t-statistic observados.

5. Conclusão

Tendo por base o crescente número de estudos realizados em todo o mundo relacionados com a importância da informação contabilística para os mercados bolsistas e, com isso, a relevância que esta possui nas decisões de investimento, esta dissertação avalia de que forma a relevância do valor da informação contabilística das empresas cotadas na Bolsa Portuguesa foi afetada pela fusão da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto com a Euronext em 2002. Para tal, foi distinguido o momento anterior e posterior à respetiva fusão. Mais concretamente, é investigado o valor da informação contabilística de uma empresa através de uma relação linear entre a rentabilidade e o valor contabilístico por ação, com os respetivos preços de mercado das ações. A amostra completa utilizada abrange um período de 23 anos, iniciando em 1997 e terminando em 2019, com duas subamostras que têm como objetivo marcar a data da fusão das bolsas e separar os períodos de tempo. Deste modo, o primeiro período corresponde à pré-fusão (1997 até 2001) e o período de pós-fusão (2002 até 2019). A amostra final é constituída por 256 empresas-ano no primeiro período e 954 empresas-ano no segundo, totalizando 1219 empresas-ano na amostra global.

Para o desenvolvimento da investigação foi adotado o modelo de preço de Ohlson (1995) para analisar as hipóteses definidas. Foi realizada uma análise multivariada, e os resultados da regressão de dados em painel de efeitos fixos, definidos através do resultado obtido em torno do teste de Hausman, indicam que, no período anterior à fusão entre as bolsas de valores, o valor contabilístico das ações não contribui positivamente para a definição do seu preço. Esta relação negativa entre as variáveis BVS e o P contraria a definição teórica utilizada para definir a relevância de valor da informação contabilística, que afirma que a relevância de valor é conduzida pela relação entre a rentabilidade por ação e o valor contabilístico por ação com o preço das mesmas, devido à conexão intuitiva que possuem (Collins et al., 1997; Chen et al., 1999; Gjerde et al., 2005; El Shamy & Kayed, 2005; Brimble & Hodgson, 2007; Badu, & Appiah, 2018). Deste modo, devido a este resultado negativo, conclui-se que a hipótese 1 definida para esta investigação, que afirma que antes da fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas, não se encontra totalmente comprovada. Para ambas as equações onde é medido em conjunto o efeito da rentabilidade e do valor contabilístico das ações, esta última variável assume uma relação

negativa com o preço, o que não é um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística, para o período pré-fusão.

No que concerne aos resultados obtidos para o período posterior à fusão entre as bolsas de valores, estes sugerem que a informação contabilística possui um valor relevante devido ao impacto positivo e significativo das variáveis rentabilidade e valor contabilístico por ação no respetivo preço, consistente em todas as equações analisadas. Deste modo, confirma-se a importância dos EPS e BVS para avaliar a relevância de valor, como sugerido pelo modelo de Ohlson (1995), e para a tomada de decisões de todos os utilizadores da informação contabilística, como proposto pela estrutura concetual para os relatórios financeiros (IASB, 2018). Tendo por base os resultados encontrados para este período, a Hipótese 2 definida para esta investigação, que afirma que após a fusão da Bolsa Portuguesa com a Euronext, as variações na rentabilidade por ação e no valor contabilístico por ação influenciam significativamente o preço das mesmas, está comprovada para todas as equações consideradas, uma vez que em todos os momentos a rentabilidade e o valor contabilístico das ações impacta de forma positiva o preço das mesmas. Estes resultados apresentam ser um indicador satisfatório para a medição da relevância de valor da informação contabilística, levando a aumentos da mesma para o período pós-fusão.

Com base em tudo o que foi exposto anteriormente, verifica-se que o modelo de preço de Ohlson (1995) fornece evidências consistentes com as hipóteses desenvolvidas, uma vez que os investidores consideram relevante a rentabilidade e o valor contabilístico das ações para a tomada de decisões de investimento no mercado de capitais português, após a fusão entre as bolsas. Deste modo, é possível afirmar que existem evidências empíricas de que a fusão entre a bolsa de valores de Lisboa e Porto com a Euronext em 2002 influencia positivamente a relevância de valor da informação contabilística das empresas portuguesas.

Os resultados apresentados possuem particular interesse para os investigadores e formuladores de normas contabilísticas. Tal acontece uma vez que é possível identificar um contributo para o debate que se vem a desenvolver ao longo dos anos desde que ocorrem fusões de bolsas de valores, na medida em que se torna mais claro que a confiança na informação contabilística leva a antecipações precisas sobre os valores de mercado e dos preços das ações. Para tal, o presente estudo contribui para a literatura existente apresentando evidências claras sobre a relevância da informação contabilística das empresas pertencentes ao mercado bolsista português, para um período de tempo alargado, sendo possível a análise à evolução da relevância de valor num período considerado de longo prazo. Além disso, as

conclusões desta investigação fornecem elementos importantes para os gestores, contabilistas, auditores e legisladores que pretendem melhorar a qualidade da informação contabilística e, com isso, a sua relevância, uma vez que necessitam de entender de que forma podem fazê-lo e quais os fatores que permitem uma maior utilidade para a decisão da informação contabilística. Deste modo, a partir das conclusões apresentadas, é possível fornecer mais informação para incorporar nas suas decisões. Por outro lado, os resultados obtidos contribuem para a hipótese da eficiência de mercado, demonstrando que os preços das ações refletem a informação contabilística produzida pelas empresas portuguesas.

Dada a importância do setor da Bolsa de Valores como uma componente-chave do mercado financeiro, este estudo permite aprofundar o conhecimento acerca de uma variável ainda pouco explorada no estudo dos impactos das fusões e aquisições. Isto é, sé alcançado um passo na compreensão do setor da bolsa de valores em relação às fusões e aquisições, examinando os impactos positivos e negativos da fusão da Bolsa de Lisboa com a Euronext, no grau de relevância da informação de mercado.

Futuras investigações serão úteis para uma análise mais aprofundada a uma determinada variável, de forma a desenvolver e aprofundar o conhecimento nesta área científica. Neste estudo foram excluídos os fatores demográficos e económicos, a reconciliação de dados, os ganhos extraordinários e as empresas financeiras, pelo que futuros estudos poderão procurar colmatar as limitações mencionadas.

Em jeito de conclusão, várias limitações impactaram o desenvolvimento deste estudo. Uma primeira preocupação identificada emerge do facto de a relevância de valor estar a ser mensurada com recurso exclusivo à relação da rentabilidade e valor contabilístico das ações com o preço. Em futuras investigações poderão ser analisados e comparados os resultados da relação com o valor de mercado (do inglês, *market value*). Uma segunda limitação a referir relaciona-se com a escolha da aplicação única do modelo de Preço para a análise estatística. Do mesmo modo, em futuras investigações poderá ser realizada uma análise com recurso ao modelo de rentabilidades e, desse modo, comparar os resultados alcançados em cada uma das análises, conseguindo obter conclusões mais ponderadas.

6. Apêndice

Apêndice – Resumo da revisão de literatura prévia sobre a relevância de valor da informação contábilística.

Autores	Anos	Bolsas	Objetivos de análise	Principais Conclusões
Harris, Lang, & Möller, (1994)	1982 a 1991	Alemanha e nos EUA	Comparar a relevância de valor da informação contábilística entre as bolsas	A capacidade para definir o preço das ações pelo valor contábilístico do patrimônio líquido por ação na Alemanha é significativamente menor do que nos EUA. Por outro lado, a capacidade para definir o preço das ações através dos ganhos nos dois países não tem diferenças significativas.
Collins, Maydew, & Weiss, (1997)	1993 a 1995	EUA	Estudam a mudança na relevância de valor da informação contábilística	Os autores descobrem que a relevância de valor da informação contábilística não diminui nesse período. Embora a relevância de valor dos resultados contábilísticos tenha diminuído durante esse período, a relevância de valor contábilístico do patrimônio líquido por ação compensou essa redução. Posteriormente, os autores estudaram o efeito de quatro fatores na relevância de valor da informação contábilística, que são os ativos intangíveis, os materiais não próximos, os lucros/perdas, e o tamanho da empresa.
Jermakowicz, E. K., & Gornik-Tomaszewski, S. (1998)	1995 a 1997	Bolsa de Varsóvia	Investiga a associação entre a rentabilidade das ações e os ganhos anuais	O lucro por ação é relevante e influencia significativamente o preço das ações de mercado.
King & Langli (1998)	1982 a 1996	Alemanha, Noruega e Inglaterra	Estudaram a relevância de valor da informação contábilística	A relevância de valor não diminuiu na Alemanha e Inglaterra, mas na Noruega diminuiu de forma significativa.
Chen, et al., (2001)	1991 a 1998	China	Estudaram a relevância de valor da informação contábilística	A informação contábilística tem valor relevante no mercado de capitais da China. Particularmente, identificaram que os lucros e perdas, bem como a capacidade de liquidação das ações, impactam na relevância de valor.

Dimitropoulos, P. E., & Asteriou, D. (2005)	1994 a 2004	Bolsa de Valores de Atenas	A relação entre o número de ganhos e a rentabilidade das ações	Os resultados finais indicam uma alta relevância de valor no mercado Grego, demonstrando um aumento de capacidade dos modelos de preço e rentabilidade para analisar os mesmos.
Gjerde, Knivsflå, & Sættem, (2011)	1965 a 2004	Noruega	A relevância de valor da informação contabilística	A relevância de valor diminuiu durante o período e perceberam que a mudança do modelo Europeu-Continental para o Americano-Britânico teve um impacto positivo na relevância de valor das informações dos relatórios financeiros.
Ghayoumi, et al., (2011)	1999 a 2006	Bolsa de Teerão (Irão)	A relevância de valor das informações de mercado	A informação contabilística da bolsa de Teerão é relevante para o valor das ações. O valor da informação estipulado na demonstração de resultados para o investidor é maior e a relevância de valor da informação contabilística diminuiu gradualmente. Os resultados indicam que os lucros/perdas e o tamanho da empresa afetaram a relevância do valor da informação contabilística.
Pervan, I., & Bartulović, M. (2014)	2005 a 2010	Bolsa de Valores de Liubliana, Bolsa de Valores de Zagreb, Bolsa de Sarajevo, Bolsa de Valores de Banja Luka e Bolsa de Valores de Belgrado	A relevância de valor da informação contabilística	Em todos os mercados observados percebe-se que ocorreram diminuições e grandes oscilações na relevância de valor.
Charles, A., Darné, O., Kim,	1997 a 2011	31 fusões de bolsas ²	O impacto das fusões na bolsa de valores no grau de eficiência da informação	Níveis mais altos de eficiência são menos frequentes do que níveis mais baixos após uma fusão na bolsa de valores. Descobriram que o impacto no nível de eficiência depende de uma série de

² RTS e MICEX; Nasdaq Dubai Ltd e Dubai Financial Market PJSC; Turquoise Trading Ltd e Baikal Global Ltd; American Stock Exchange Inc e NYSE Euronext Inc; Philadelphia Stock Exchange e Nasdaq Stock Market Inc; Varazdinska burza dd e Zagrebacka burza dd; Bendigo Stock Exchange e Newcastle Stock Exchange; Canadian Venture Exchange e Toronto Stock Exchange; Kyoto Stock Exchange e Osaka Securities Exchange; Vancouver Stock Exchange e Alberta Stock Exchange; American Stock Exchange e Nasdaq Stock Market; Bolsa de Valores de Colombia e Bolsa de Comercio de Santiago; Bolsa de Valores de Lima SA e Bolsa de Comercio de Santiago; Borsa Italiana SA e London Stock Exchange PLC; Euronext NV e NYSE Group Inc; Bolsa de Valores de Lisboa e Euronext NV; Amsterdam Stock Exchange e Paris Stock Exchange; BESA e JSE Ltd; ISE Stock Exchange LLC e Direct Edge Holdings LLC; Singapore Commodity Exchange e Singapore Exchange Ltd; Bourse de Montreal Inc e TSX Group Inc; Waterexchange Pty Ltd e NSX Ltd; SFE Corp Ltd e Australian Stock Exchange Ltd; Athens Derivatives Exchange AS e Greek Stock Exchange Holdings; BVRJ e BBM; Hong Kong Futures Exchange e Stock Exchange of Hongkong; Kloffe Capital Sdn Bhd e Kuala Lumpur Stock Exchange; European Options Exchange e

JH, & Redor, E. (2016)				características da fusão, tais como o nível de desenvolvimento, tamanho, diversificação geográfica e de setores presentes na bolsa de valores.
Saha, R., & Kabra, K. C. (2019)	2014 a 2017	Bolsa de Bombaim (BSE) da Índia	A relevância de valor da divulgação voluntária de informação contábilística no mercado de capitais	A divulgação voluntária é relevante para o valor, ou seja, afeta o valor da empresa. Quanto maior a divulgação voluntária, maior o valor que as empresas possuem, em termos de capitalização de mercado.

Amsterdam Stock Exchange; BMIS Sdn Bhd e Bursa Malaysia Bhd; New York Stock Exchange e Archipelago Holdings Inc; Powernext SA- Powernext Carbon e NYSE Euronext Inc.

Referências Bibliográficas

- Adwan, S., Alhaj-Ismail, A., & Girardone, C. (2020). Fair value accounting and value relevance of equity book value and net income for European financial firms during the crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 100320.
- Aggarwal, R. (2002). Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance* 18: 106–113.
- Aggarwal, R., Dahiya, S., (2006). Demutualization and public offerings of financial exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance* 18, 96-106.
- Ahmed, K., Chalmers, K., & Khlif, H. (2013). A Meta-analysis of IFRS Adoption Effects. *The International Journal of Accountings*, 48(2), 173-217. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2013.04.002>
- Alfaraih, M., Alanezi, F., & Almujaed, H. (2012). The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5(10), 192.
- Alford, A., Jones, J., Leftwich, R., & Zmijewski, M. (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of accounting research*, 31, 183-223.
- Almujaed, H. I., & Alfaraih, M. M. (2019). Value relevance of earnings and book values in the Qatari stock exchange. *EuroMed Journal of Business*, 14(1), 62–75. doi:10.1108/EMJB-02-2018-0009
- Amir, E., Harris, T. S., & Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Andrikopoulos, P., Hofer, A., Kallinterakis, V. (2014). On the impact of market mergers over herding: Evidence from Euronext. *Review of Behavioral Finance*, forthcoming.
- Arce, M., & Mora, A. (2002). Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. *European Accounting Review*, 11(3), 573-599.
- Badu, B., & Appiah, K. O. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*.

- Bae, K.-H., A. Ozoguz, H. Tan, and T. S. Wirjanto. (2012). Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets?. *Journal of Financial Economics* 105: 209–227. doi:10.1016/j.jfineco.2012.01.001.
- Bae, K.H., & Jeong, S.W. (2007). The value-relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean Business Groups. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5), 740-766. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02017.x>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. doi:10.2307/2490232
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.
- Barth, M. E., Beaver, W., & Landsman, W. (2000, October). The relevance of value relevance research. In *Journal of Accounting and Finance Conference at Stanford University in October*.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2019). Evolution in value relevance of accounting information.
- Barth, M.E., Li. K, McClure C.G., (2018). Evolution in Value Relevance of Accounting Information - Graduate School of Business Stanford University
- Bartov, E., Goldberg, S. R., & Kim, M. (2005). Comparative value relevance among German, US, and international accounting standards: A German stock market perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2), 95-119.
- Baumol, William J., 1968, "Entrepreneurship in Economic Theory." *American Economic Review* 58 (2), 64–71
- 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*, 17, 316–340. doi:10.2307/2490507
- Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1).
- Benayed, M. R., & Abaoud, E. (2006). Value relevance of Accounting Earnings and the Information Contents: Empirical Evidence in Tunisian Stock Exchange.

- Bepari, K., Rahman, S. F., & Taher Mollik, A. (2013). Value relevance of earnings and cash flows during the global financial crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12 (3), 226–251. doi:10.1108/RAF-May-2012-0050
- Bhatia, M., & Mulenga, M. J. (2019). Value Relevance of Accounting Information: A Review of Empirical Evidence across Continents. *Jindal Journal of Business Research*, 8(2), 179-193.
- Bilgic, F., & Ibis, C. (2013). Effects of new financial reporting standards on value relevance: A study about Turkish stock markets. *International Journal of Economics and Finance*, 5(10), 126-140.
- Bowerman, S., & Sharma, U. P. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 202-216.
- Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The review of financial studies*, 21(2), 605-648.
- Buguit, Soi, Koskei & Kibet. (2013). The Effect of Capital Structure on Share Price on Listed Firms in Kenya: A case of Energy Listed Firms. *European Journal of Business and Management*.
- Chandrapala, P. (2013). The value relevance of earnings and book value: The Importance of ownership concentration and firm size. *Journal of Competitiveness*, 5(2), 98-107.
- Chari, A., Ouimet, P. P., & Tesar, L. L. (2010). The value of control in emerging markets. *The Review of Financial Studies*, 23(4), 1741-1770.
- Charles, A., Darné, O., Kim, J. H., & Redor, E. (2016). Stock exchange mergers and market efficiency. *Applied Economics*, 48(7), 576-589.
- Chen, C. J., Chen, S., & Su, X. (2001). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(1), 1-22.
- CMVM, Fernando, Santos, F. T. (2001). A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS. Disponível em https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/Economia_Pura_Abril2001.pdf Acedido a 28/04/2020
- Collins, D. W., & Kothari, S. (1989). An analysis of inter- temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2–3), 143–181. doi:10.1016/0165- 4101(89)90004-9

- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Dessein, W. (2005). Information and control in ventures and alliances. *Journal of Finance*, 65, 2513-2549.
- Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe. *Journal of international financial management & accounting*, 21(2), 85-119.
- Dimitropoulos, P. E., & 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), 40-50.
doi:10.1111/fire.2012.47.issue-3.
- Doms, M. (2004). The boom and the bust in information technology investment. *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, 19-34.
- Duarte, F. C. D. L., Girão, L. F. D. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar?. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(SPE), 110-134.
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of accounting research*, 29(1), 19-36.
- Easton, P. (1985). Accounting earnings and security valuation: empirical evidence of the fundamental links. *Journal of Accounting Research* 23(Suppl.), 547-77.
- Economou, F., Gavriilidis, K., Goyal, A., & Kallinterakis, V. (2015). Herding dynamics in exchange groups: evidence from Euronext. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 228-244.
- Elshandidy, T. (2014). Value relevance of accounting information: Evidence from an emerging market. *Advances in Accounting*, 30(1), 176-186.
- Emphasí. 9ª Edição. Prentice Hall International, Inc. London.
- Euronext (2020). Indices de preços históricos. Disponível em <https://live.euronext.com/pt/product/indices/PTING0200002-XLIS>
- Euronext. (2020). Factsheet PSI 20. Disponível em <https://live.euronext.com/pt/product/indices/PTING0200002-XLIS/market-information>

- Fama, E. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business* 38: 34–105. doi:10.1086/jb.1965.38.issue-1.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.
- Financial Accounting Standards Board. (1984). Statement of Financial Accounting Concepts No. 5, Recognition and measurement in financial statements of business enterprises. FASB, Stamford, Connecticut.
- Firth, A., & Wagner, J. (2007). Second/foreign language learning as a social accomplishment: Elaborations on a reconceptualized SLA. *The modern language journal*, 91, 800-819.
- Firth, M., Fung, P., & Rui, O. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings — Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(2), 463–496.
- Foster, G. (1977). Quarterly accounting data: Time-series properties and predictive-ability results. *Accounting Review*, 52(1), 1–21.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gan, C.-Y., Chong, -L.-L., & Ahmad, Z. (2016). Impacts of FRS139 adoption on value relevance of financial reporting in Malaysia. *Managerial Finance*, 42(7), 706–721. doi:10.1108/MF-06-2015-0167
- Ghayoumi, A. F., Nayeri, M. D., Ansari, M., & Raeesi, T. (2011). Value relevance of accounting information: evidence from Iranian emerging stock exchange. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 78, 124-129.
- Gjerde, Ø., Knivsflå, K., & Sættem, F. (2011). The value relevance of financial reporting in Norway 1965–2004. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 113-128.
- Gomes-Casseres, B., Hagedoorn, J., & Jaffe, A. B. (2006). Do alliances promote knowledge flows?. *Journal of Financial Economics*, 80(1), 5-33.
- Graham, R. C., & King, R. D. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445–470. doi:10.1016/S0020-7063(00)00075-3

- Hagströmer, B., Nordén, L. (2013). The diversity of high frequency traders. *Journal of Financial Markets* 16, 741-770.
- Harris, T. S., Lang, M., & Möller, H. P. (1994). The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 187-209.
- Hasan, I., H. Schmiedel, and L. Song. (2012). Growth Strategies and Value Creation: What Works Best for Stock Exchanges?. *Financial Review* 47: 469–499.
- Hasan, I., Schmiedel, H. (2004). Networks and equity market integration: European evidence. *International Review of Financial Analysis* 13, 601-619.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of accounting and economics*, 20(2), 125-153.
- Hellstrom, K. (2006). The value relevance of financial accounting information in a transition economy: The case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325–349. doi:10.1080/09638180600916242
- Hodgson, A., & Clarke, S.P. (2000). Earnings, cashflow and returns: functional relations and the impact of firm size. *Accounting and Finance*, 40(1), 51-73. <http://dx.doi.org/10.1111/1467-629X.00035>
- Hooy, C.-W., and K.-P. Lim. (2013). Is Market Integration Associated with Informational Efficiency of Stock Markets?. *Journal of Policy Modeling* 35: 29–44. doi:10.1016/j.jpolmod.2012.09.002.
- Hornigren, C. T., Foster, G. & Datar, S. M. (1962). *Cost Accounting: A Managerial*
- IASB. (2001). *International Accounting Standard Boards, framework for the preparation and presentation of financial statement*. London: IASB, 24 – 26.
- IASB. (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. London: International Accounting Standards Board.
- Investopedia. (2019). Euronext. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/e/euronext.asp> Acedido a 28/04/2020
- Jermakowicz, E. K., & Gornik-Tomaszewski, S. (1998). Information content of earnings in the emerging capital market: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Multinational Finance Journal*, 2(3), 245–267.
- Jin, L., and S. C. Myers. (2006). R2 around the World: New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics* 79: 257–292. doi:10.1016/j.jfineco.2004.11.003.

- Karğın, S. (2013). The impact of IFRS on the value relevance of accounting information: Evidence from Turkish firms. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 71-80.
- Keener, M. H. (2011). The relative value relevance of earnings and book value across industries. *Journal of Finance and Accountancy*, 6, 1.
- Khan, W., and J. P. Vieito. (2012). Stock Exchange Mergers and Weak Form of Market Efficiency: The Case of Euronext Lisbon. *International Review of Economics & Finance* 22: 173–189. doi:10.1016/j.iref.2011.09.005.
- King, R. D. and Langli, J.C. (1998). Accounting diversity and firm valuation. *The International Journal of Accounting*, 33: 529-567.
- Koenker, R., & Bassett Jr, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 33-50.
- Kokkoris, I., & Olivares-Caminal, R. (2008). Lessons from the recent stock exchange merger activity. *Journal of Competition Law and Economics*, 4(3), 837–869.
- Kothari, S. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105–231.
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155-192.
- Krismiaji, K., & Surifah, S. (2020). Corporate governance, compliance level of IFRS disclosure and value relevance of accounting information—Indonesian evidence. *Journal of International Studies*, 13(2).
- Kwon, G. J. (2009). The value relevance of book values, earnings and cash flows: Evidence from South Korea. *International Journal of Business and Management*, 4 (10), 28–42.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–192. doi:10.2307/2491070
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting research*, 37(2), 353-385.
- Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson model: contribution to valuation theory, limitations, and empirical applications. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(3), 337-367.
- Macedo, M. A. da S., Machado, M. A. V., Murcia, F. D. R., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do

- value-relevance. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(57), 299-318. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000300005>
- Madhani, P. M. (2016). Ownership Concentration, Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed in Bombay Stock Exchange. *Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed in Bombay Stock Exchange*, 7-36.
- Matsa, D.A. (2010), “Capital structure as a strategic variable: evidence from collective bargaining”, *The Journal of Finance*, Vol. 65 No. 3, pp. 1197-1232.
- Miller, M.H., Modigliani, F., (1966). Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry 1954–57. *The American Economic Review* 56, 333–391.
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623.
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul Hamid, M. A. (2019b). Value Relevance of Earnings and Book Value of Equity: Evidence from Malaysia. *Global Business Management Review*, 10(2), 19–40.
- Mishary, A. and Alanezi, F. (2011) ‘Usefulness of earnings and book value for equity valuation to Kuwait stock exchange participants’, *International Business and Economic Research Journal*, Vol. 10, No. 1, pp.73–90.
- Mulenga, M. J., & Bhatia, M. (2018). Review of Accounting Variables Affecting Stock Price Movements. *Amity Business Review*, 19(1).
- Nielsson, U., (2009). Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext. *Journal of Financial Markets* 12, 229-267.
- Nyabundi, M. A. (2013). Value relevance of financial statements information: Evidence from listed firms in Kenya. *Advances in Management and Applied Economics*, 3(1), 115.
- OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy (2020). Disponível em: <http://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf> Acedido a 19/07/2020
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Ohlson, J. A. (1999). On transitory earnings. *Review of accounting studies*, 4(3-4), 145-162.
- Ohlson, J. A., & Kim, S. (2015). Linear valuation without OLS: the Theil-Sen estimation approach. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 395-435.

- Olugbenga, A. A., & Atanda, O. A. (2014). Value relevance of financial accounting information of quoted companies in Nigeria: A trend analysis. *Research journal of finance and accounting*, 5(8), 86-93.
- Oyerinde, D. T. (2009). Value relevance of accounting information in emerging stock market: The case of Nigeria. In *Repositioning African Business and Development for the 21st Century*, Proceedings of the 10th Annual Conference.
- Pagano, M., Padilla, A.J. (2005). Efficiency gains from the integration of stock exchanges: lessons from the Euronext „„natural experiment““. Report for Euronext, Non-confidential version, LECG, 4 May.
- Patell, J. M., & Wolfson, M. A. (1984). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 223–252.
- Pervan, I., & Bartulovic, M. (2014). Value relevance of accounting information: Evidence from South Eastern European countries. *Economic Research*, 27 (1), 181–190.
- Phillips, P. C., & Arnold, S. J. (1999). Hierarchical comparison of genetic variance-covariance matrices. I. Using the Flury hierarchy. *Evolution*, 53(5), 1506-1515.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Saeedi, A., & Ebrahimi, M. (2010). The role of accruals and cash flows in explaining stock returns: Evidence from Iranian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(2), 164–179.
- Saha, R., & Kabra, K. C. (2019). The Value Relevance of Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from India. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 18(3).
- Santos, S. M. dos; Lemes, S. & Barboza, F. L. de M. (2019). O value relevance é relevante?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13:e152518. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.152518>
- Schwartz, R. A., Byrne, J. A., & Wheatley, L. (Eds.). (2015). *The economic function of a stock exchange*. Springer International Publishing.
- Slimane, K. B. (2012). Backpedalling to stay ahead of the game: Discursive Institutional Work in the Deployment of Digital Terrestrial Television in France. *Management*, 145-179.
- Stunda, R. A., & Typpo, E. (2004). The relevance of earnings and funds flow from operations in the presence of transitory earnings. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 10(1), 37-46.

The Balance. (2019). What Is a Stock Exchange?. Disponível em <https://www.thebalance.com/what-is-a-stock-exchange-358113>. Acedido a 26/04/2020

Theil, H. (1971). Princípios de econometria (No. 04; HB139, T44.).

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 817-838.