

Influência da Divulgação das Demonstrações Contábeis para o Mercado Brasileiro de Capitais

DANIEL NEUBERT VIEIRA

Universidade Federal de Santa Catarina

ALEX MUSSOI RIBEIRO

Universidade Federal de Santa Catarina

MARÍLIA PARANAÍBA FERREIRA

Universidade Federal de Santa Catarina

Resumo

Este estudo objetiva verificar se a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto. As informações necessárias foram coletadas na base de dados da Economatica® e no site da CVM, e a análise foi feita por meio de um estudo de eventos. A janela de eventos utilizada foi de seis dias em torno do evento (-3,2) e a janela de estimação foi de -245 dias (-249,-4) com 40 dias de tolerância. Os eventos foram as datas da primeira divulgação das informações trimestrais (ITR), dos demonstrativos padronizados (DFP) e dos formulários de referência (FRE) para os anos de 2011 a 2018. O cálculo do retorno do preço da ação foi feito pela maneira tradicional e para o retorno anormal foi utilizado o método do retorno ajustado ao mercado. Os resultados apontaram que, em média, a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço das ações, visto que, em todos os anos, com exceção de 2014, pelo menos um dos demonstrativos foi significativo para o mercado de capitais. Em análise adicional, identificou-se que o demonstrativo que apresenta maior influência no retorno anormal acumulado (CAR) é o padronizado e menor é o formulário de referência. As evidências empíricas podem subsidiar normatizadores, investidores e pesquisadores a compreenderem melhor como funciona o mercado brasileiro de capitais e quais eventos afetam o preço das ações, além de expandir substancialmente o escopo da análise tradicional e avançar na discussão dos temas de *disclosure* e *value relevance* por examinar o evento da divulgação, e não os motivos, o nível e os determinantes do *disclosure*, e por utilizar a técnica de regressão linear com base no R² proporcional.

Palavras chave: Divulgação, Demonstrações contábeis, Estudo de eventos, Mercado de capitais.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação corporativa é essencial para o funcionamento eficiente do mercado de capitais (Dantas et al., 2011; Healy & Palepu, 2001). Conforme Healy e Palepu (2001), por meio da divulgação dos relatórios financeiros, como as demonstrações contábeis, a administração comunica aos investidores externos o desempenho da empresa, o que reduz o problema da assimetria de informação existente entre tomadores e poupadores.

No Brasil, a apresentação das demonstrações contábeis é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e tratada no Pronunciamento Técnico nº 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – Apresentação das Demonstrações Contábeis. Estes órgãos possuem a função de garantir uma apropriada evidenciação das informações contábeis (Dantas et al., 2011), uma vez que essas informações são relevantes para a tomada de decisão.

Campos e Lemes (2013) afirmam que com o desenvolvimento dos mercados de capitais, as demonstrações contábeis passaram a apresentar maiores informações. Entretanto, os autores ressaltam que apesar de o aumento da quantidade de informações divulgadas pelas empresas brasileiras, questões relacionadas à qualidade e conteúdo ainda são levantadas.

Diante disso, o presente estudo tem como objetivo verificar se a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto entre 2011 e 2018. Para atingir tal objetivo, realizou-se um estudo de eventos com as datas da primeira divulgação das informações trimestrais (ITR), dos demonstrativos padronizados (DFP) e dos formulários de referência (FRE).

Schiehl (1996), Prux Junior (1998), Bernardo (2001) e Ball e Shivakumar (2008) analisaram por meio de estudo de eventos se a divulgação das demonstrações contábeis afeta o mercado de capitais e encontraram que o mercado reage ao evento. Nesse sentido, busca-se preencher essa lacuna temporal, já que com a intensificação da adoção das IFRS pelo mercado brasileiro a partir de 2010, a informação contábil se torna mais relevante, inclusive para a formação do preço da ação (Gonçalves et al., 2014). Conforme Gonçalves et al. (2014), esse aumento da relevância resulta da diminuição do conservadorismo contábil e, também, da implementação da mensuração a valor justo. De modo geral, este ganho não ocorre apenas no Brasil, mas em toda a América Latina por motivos semelhantes (García et al., 2017).

A pesquisa se justifica por investigar a importância da divulgação dos demonstrativos contábeis para a formação do preço das ações, uma vez que um dos principais papéis da contabilidade é fornecer informações úteis aos diversos usuários. O *disclosure* auxilia o usuário na tomada de decisão por exercer uma função facilitadora (Baums, 2002) e ser o canal de comunicação das informações entre a empresa e o mercado.

Além disso, como análise adicional, o estudo revela uma ordem de influência da divulgação dos demonstrativos considerados no preço das ações, DFP (24,10%), ITR1 (20,20%), ITR2 (19,89%), ITR3 (19,05%) e FRE (16,76%). Assim, a contribuição desta pesquisa é oferecer informações para os normatizadores, investidores e pesquisadores sobre a utilidade e relevância da divulgação dos demonstrativos contábeis, visto que o *disclosure* é um tema que tem recebido cada vez mais atenção e oferece grandes oportunidades de pesquisas (Duarte et al., 2019).

A originalidade do estudo está em verificar, de modo empírico, a influência da divulgação do FRE (obrigatório somente a partir da Instrução CVM 480/2009) no preço da ação, demonstrativo até então não utilizado em outras pesquisas conforme a atual busca efetuada, além do uso da técnica do R² parcial de Borcard (2002) que ainda é pouca explorada nos trabalhos de Contabilidade.

Por fim, o assunto investigado expande substancialmente o escopo da análise tradicional e avança na compreensão dos temas de *disclosure* e *value relevance* por examinar o evento da divulgação, e não os motivos, o nível e os determinantes do *disclosure*, e por utilizar a técnica de regressão linear com base no R² proporcional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação da informação contábil para o mercado de capitais

As informações contábeis exercem um importante papel na estimação dos fluxos de caixa futuros da empresa, uma vez que tais informações retratam a realidade econômico-financeira da empresa em um determinado período, e, então, sua divulgação tende a influenciar o preço das ações (Amorim; Lima & Murcia, 2012). Aragão e Cavalcante (2014) consideram o preço da ação de uma empresa como a métrica mais clara das expectativas do mercado em relação à sua *performance* futura e, sob a ótica da Hipótese de Mercado Eficiente de Fama (1970), os preços das ações refletem, em curtíssimo prazo, toda e qualquer

informação relevante disponível, por isso o conteúdo informacional está embutido nos preços, ou seja, precificado pelo mercado.

De acordo com Murcia e Santos (2009), Santos e Coelho (2018) e Duarte et al. (2019), a divulgação das informações suaviza o problema da assimetria informacional existente entre gestores e investidores, e, portanto, impacta positivamente a tomada de decisão do investidor. Além disso, Batista et al. (2019) afirmam que a divulgação minimiza o risco de seleção adversa e os custos da empresa, apesar de a disponibilização das informações para o mercado gerar custos imediatos, e Bushman e Smith (2003) relatam que o *disclosure* contábil afeta os investimentos e a geração de valor da empresa.

Verrechia (2001) sugere três categorias de pesquisa de divulgação contábil, a associação, o julgamento e a eficiência. A associação estuda o efeito da divulgação nas ações individuais dos investidores, o julgamento examina a discricionariedade dos gestores e/ou das organizações em divulgar ou não determinada informação conhecida, e a eficiência discute a preferência incondicional, ou seja, quais padrões de divulgação são preferidos na falta de conhecimento prévio das informações (Verrechia, 2001).

O *disclosure* pode ser obrigatório, quando previsto em norma, ou voluntário, se independe de imposição legal (Healy & Palepu, 2001). Assim, o primeiro é compulsório, resulta de regulação e independe da relação custo-benefício e das preferências dos *insiders*, enquanto que o segundo é discricionário e decorre de uma decisão da empresa, por meio da análise de custo-benefício (Mapurunga; Ponte & Holanda, 2014).

Conforme o art. 21 da Instrução CVM nº 480/2009, as empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar informações periódicas, como as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), as Informações Trimestrais (ITR) e o Formulário de Referência (FRE). As DFPs representam as demonstrações financeiras elaboradas consoante as regras contábeis aplicadas e devem ser entregues em até 3 meses, contados a partir do encerramento do exercício social, ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras, o que acontecer primeiro (isso para emissores nacionais, se for estrangeiro o prazo é de 4 meses).

Já as ITRs correspondem às demonstrações financeiras elaboradas trimestralmente, conforme as regras contábeis aplicadas, e devem ser enviadas pelo emissor em até 45 dias, contados a partir do encerramento de cada trimestre, não sendo necessário apresentar a ITR referente ao último trimestre de cada exercício (CVM, 2009). Kothari (2001) ressalta quatro vantagens do uso de informações trimestrais, i) a sazonalidade do lucro trimestral de diversas empresas; ii) a tempestividade do lucro trimestral, dada a maior frequência da divulgação; iii) a maior consistência do lucro trimestral para testar as pesquisas positivistas; e iv) o maior número de observações trimestrais em relação às observações anuais.

Por fim, em relação ao FRE, o emissor deve entregar este atualizado anualmente e em até 5 meses, contados a partir da data de encerramento do exercício social. Enquanto as DFPs e as ITRs apresentam diferentes tipos de demonstrações, como o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado, a Demonstração do Resultado Abrangente e a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, além de outras informações suplementares, como o Relatório da Administração e as Notas Explicativas, o FRE exige que as empresas divulguem suas políticas e práticas de modo mais qualitativo.

Aragão e Cavalcante (2014) informam que o FRE oferece ao investidor informações sobre atividades desenvolvidas pela empresa, plano de recompra de ações, fatores de risco, projeções e estimativas, recursos humanos, operações com partes relacionadas, entre outras, o que eleva os padrões de *disclosure* e facilita a análise das informações prestadas pelos emissores do mercado.

Posto isto, a hipótese deste estudo é:

Paulo, Neto e Santos (2012) verificaram se os preços das ações das empresas brasileiras reagem à divulgação do lucro contábil trimestral e as evidências empíricas apontaram que houve significância das variações anormais em relação ao preço das ações e que o conteúdo informacional divulgado é assimétrico, visto que o mercado apenas reage às divulgações de forma negativa. Ao passo que Matsumoto, Baraldi e Jucá (2018) analisaram a hipótese de que o anúncio de emissão de debêntures resulta em retornos anormais positivos nas ações das empresas emissoras e confirmaram tal hipótese por meio de um estudo de eventos.

Fonseca, Marques e Santos (2019) avaliaram, também por meio da técnica de estudo de eventos, a relevância do conjunto de informações anuais reportado nas demonstrações contábeis das empresas de capital aberto do setor de petróleo e gás e encontraram que as informações contábeis são relevantes para o mercado, com viés para baixo, uma vez que a relevância aumentou no período de queda do preço do petróleo.

No campo financeiro, Zanon e Dantas (2020) investigaram a reação do mercado à emissão de instrumentos de dívida elegíveis a capital e os resultados deste estudo de eventos indicaram que o anúncio desses instrumentos provoca um impacto negativo e não é antecipado pelo mercado.

Já Beyer et al. (2010) analisaram qual informação trimestral, se voluntária ou obrigatória, contribui mais com a formação do preço das ações e evidenciaram, com base em um estudo de eventos, que as voluntárias são mais contributivas do que as obrigatórias, mesmo sendo menos frequentes. Para identificar qual informação tem maior influência no preço das ações, esses autores utilizaram o R^2 parcial de Borcard (2002).

3 METODOLOGIA

A amostra é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto que negociaram ações na B3 e que divulgaram os demonstrativos contábeis no período entre 2011 e 2018. Por se tratar de um estudo de eventos, as datas em que as informações contábeis (ITRs, DFPs e FREs) foram divulgadas, em primeira apresentação, foram coletadas do site da CVM e o preço da ação necessário para o cálculo do retorno foi obtido pela base de dados da Economatica.

Para verificar se a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço das ações, utilizou-se o retorno anormal acumulado (CAR) pelo método do retorno ajustado ao mercado, um dos principais e mais relevantes métodos utilizados em estudo de eventos (MacKinlay, 1997). Calculou-se o retorno anormal (AR) por meio da diferença entre o retorno real e o retorno esperado (normal) da empresa i na data t como segue:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Em que:

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal da ação da empresa i na data t ;

$R_{i,t}$ = Retorno real da ação da empresa i na data t ;

$E(R_{i,t})$ = Retorno esperado (normal) da ação da empresa i na data t ;

O retorno real foi calculado pela maneira tradicional como segue:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad (2)$$

Em que:

$R_{i,t}$ = Retorno real da ação da empresa i na data t ;

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i na data t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data $t-1$;

O retorno esperado (normal) pelo método do retorno ajustado ao mercado foi calculado com a utilização dos parâmetros da regressão linear entre o retorno real da ação e o retorno da carteira de mercado (neste caso o índice de mercado, Ibovespa), conforme a equação 3:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) \quad (3)$$

Em que:

$E(R_{i,t})$ = Retorno esperado (normal) da ação da empresa i na data t ;

α_i e β_i = Parâmetros dos mínimos quadrados ordinários individuais estimados entre o $R_{i,t}$ e $R_{m,t}$ na data t ;

$R_{m,t}$ = Retorno da carteira de mercado na data t ;

Os eventos foram as datas da primeira divulgação das informações contábeis. A janela do evento utilizada foi (-3,2), ou seja, de 6 dias em torno do evento, 3 dias antes do evento, o dia do evento como marco 0, e 2 dias depois do evento. De acordo com Warner e Brown (1985), referência utilizada por MacKinlay (1997), a janela de eventos deve ser inferior a 10 dias.

Para a janela de estimação diária anterior ao evento utilizou-se as informações de até 1 dia antes do início da janela do evento, ou seja, do dia -4, até -249, o que equivale, em média, a um ano (apenas dias úteis). Segundo MacKinlay (1997), as informações diárias dão mais força para o estudo de eventos do que as informações de maiores períodos de tempo, como mensais, trimestrais e anuais. A inclusão de dias anteriores à data da divulgação é importante, pois o mercado pode se antecipar ao evento, e isso pode influenciar o preço das ações. Do mesmo modo, a inclusão de dias posteriores à data da divulgação é relevante, pois pode haver uma demora do mercado em absorver a informação divulgada.

No total, 303 empresas foram analisadas, sendo 231 empresas em 2011, 223 empresas em 2012, 216 empresas em 2013, 211 empresas em 2014, 206 empresas em 2015, 200 empresas para o ano de 2016, 209 empresas para o ano de 2017 e 221 empresas para o ano de 2018. Conforme Warner e Brown (1985), nos estudos de eventos com menos de 20 amostras os graus de assimetria e curtose são elevados, problemas que não ocorrem quando a amostra é maior que 50. Uma tolerância de 40 dias foi considerada dentro da janela de estimação dos -245 dias com o intuito de evitar a exclusão de empresas com ausência de negociação de ações na bolsa de valores. Foram desconsiderados da análise os eventos que não apresentaram, na janela de eventos, pelo menos 1 dia de negociação e que para a janela de estimação extrapolaram a tolerância de 40 dias.

Em 2018 a ação da General Shopping (GSHP3) apresenta um retorno extremamente elevado no período -2 da DFP e isso aumenta todo o CAR durante a janela -3,2. Como o intuito deste estudo não é analisar a magnitude da variação da ação, mas sim se a ação varia conforme são divulgadas as informações ao mercado, o ativo GSHP3 é removido da amostra. Tal remoção não modifica a interpretação geral do teste de hipótese.

Sendo assim, em seguida calculou-se o CAR por meio da somatória dos retornos anormais (ARs) diários para a janela de eventos como mostra a equação abaixo:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t} \quad (4)$$

Em que:

$CAR_{i,t}$ = Retorno acumulado da empresa i na data t ;

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal da ação da empresa i na data t .

Para responder a hipótese da pesquisa, calculou-se a média do CAR (o CAAR) para a janela de eventos (-3,2) por ano (de 2011 a 2018). Se não houver mudanças estatisticamente significativas no preço das ações dentro da janela de eventos com a divulgação das demonstrações contábeis, o CAR é igual a zero e, portanto, a hipótese da pesquisa é rejeitada. Como os dados extraídos são não paramétricos e a análise é feita com base no retorno anormal acumulado (CAR), o teste não paramétrico *signrank* definido por Wilcoxon (1946) é feito para averiguar, com significância estatística ao nível de 5%, se o CAR é ou não igual à zero, conforme sugere MacKinlay (1997) e Müller (2015).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados foi feita de forma individual, ou seja, para cada demonstrativo em cada ano como mostra a Tabela 1. O valor do CAR foi estabelecido com base no método do retorno ajustado ao mercado e o CAAR corresponde a média dos CARs. Quando há significância estatística no valor do CAR em alguma data dentro da janela do evento, o valor do CAAR é destacado com o respectivo nível de significância.

Tabela 1.

Média do retorno anormal acumulado (CAAR) para a janela de eventos no período de 2011 a 2018

	2011					2012				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,3257	-0,0479	-0,3187*	0,0054	-0,0021	-0,3417	-0,6482*	0,1412	0,1982	-0,1090
-2	-0,1388	-0,5447*	-0,6832*	0,0420	0,0361	0,1872	-0,1242	0,6197	0,6619	-0,4387
-1	0,3642	-0,3512	-0,9772*	0,0762	0,1209	-0,0379	-0,2995	0,2185	0,2108	-0,3850
0	0,2945	-0,4250*	-0,8668*	0,1025	-0,1374	0,0458	-0,2467	0,2754	0,8658	-0,3597
1	0,4912	-1,0980*	-1,3565*	-0,5360	-0,8838	-0,2657	0,0225	0,2126	0,7714	-0,8633*
2	0,2615	-1,0615*	-1,6485*	0,0626	-1,2147	-0,3587	-0,0109	0,1696	0,5267	-0,7279*
	2013					2014				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	0,4245	-0,3842*	-0,3990	-0,0940*	-0,3852	-0,2014	0,6303	0,0844	0,5792	-0,1631
-2	0,1983	-0,2251*	-0,6121	-0,1834*	-0,0912	0,2099	0,7745	0,0850	0,7762	-0,3521
-1	0,2346	-0,3828*	-0,9280	-0,3127*	0,0971	0,2243	0,5395	-0,0249	0,4751	0,0087
0	0,1807	0,3045	-0,5123	-0,0283	-0,2104	0,4824	0,9770	0,3590	1,0967	-0,0193
1	-0,0370	-0,1349*	-0,5173	-0,6095	-0,1552	0,6978	0,6418	0,3094	0,6160	0,2621
2	-0,4912	-0,4242*	-0,7784	-0,6265	-0,3228	0,4264	0,1335	0,5203	0,4879	0,1159
	2015					2016				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,2334	-0,0360	0,5944*	0,2349	0,0920	0,1588	-0,2290	-0,2679	0,0984	-0,2666
-2	-0,0513	0,2235	0,7658	0,4399	0,5337	0,4392	-0,5578*	-0,2453*	0,2516	-0,0841
-1	0,2433	-0,0595	0,4735	0,5087	0,7139	0,5056	-0,1802*	-0,6919*	-0,3078	-0,4839

0	0,3875	0,4165	0,5769	0,8980	1,0549	0,9989*	-0,1960	-1,0097*	-0,1058	-0,1887
1	0,7049	0,0208	0,5130	1,6646	0,7970	1,0853*	0,1070	-2,1456*	-0,5175	-0,3343
2	0,8867	-0,6386	0,0305	2,5815	0,4033	1,0835	0,0598	-3,2995*	-0,4816	-0,4900
	2017					2018				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,0598	0,1626	-0,1803	-0,1472	-0,2092	-0,2703	0,0412	0,0477	0,2101	0,4302
-2	0,0255	-0,0089	-0,4892*	-0,2603	-1,4164*	-0,3468*	-0,1412	0,2765	0,6103	0,2787
-1	-0,0417	-0,0315	-0,3866	-0,1936	-1,5102*	-0,2964	-0,1331	0,1687	0,4389	0,5200
0	0,0729	0,1913	-0,4731	-0,2577	-0,9538	-0,2440	0,2906	0,0911	0,7318	0,2267
1	0,5358	0,4832	-1,1410*	-0,7308	-0,7917	-1,0959*	-0,0360	0,5301	0,1425	0,3556
2	0,4596	0,2031	-1,7423*	-1,1190*	-0,4825	-1,8610*	-0,3122	0,1704	0,2664	0,4874*

Nota: ITR - Informações Trimestrais; DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas e FRE - Formulário de Referência. Valores em porcentagem. *Significância ao nível de 5%.

Fonte: Elaboração própria.

O propósito deste estudo é verificar se na janela do evento houve mudanças significativas nos preços das ações em relação ao estimado, conforme são divulgadas as informações contábeis. Ao analisar a Tabela 1, nota-se que no ano de 2011 somente a divulgação das informações contábeis trimestrais do segundo e do terceiro trimestre foram estatisticamente significativas, sendo a ITR3 significante em toda a janela do evento. Conforme Kothari (2001), as informações trimestrais são mais tempestivas e consistentes, talvez por isso foram as únicas que influenciaram o preço das ações no período. É importante ressaltar que dos três demonstrativos (ITR, DFP e FRE), a divulgação desses dois (ITR2 e ITR3) resultou na maior queda do retorno dentro da janela de eventos.

No ano de 2012 a quantidade de demonstrativos que apresentaram significância estatística foi menor em relação ao ano anterior. Houve mudança significativa no preço da ação com a divulgação da ITR2 na data -3, indicando que o mercado se antecipou à informação. Sobre os dias posteriores, observa-se que a divulgação do formulário de referência resultou em resultados significativos nas datas 1 e 2, sendo que do dia 1 para o dia 2 o retorno diminuiu. Aragão e Cavalcante (2014) afirmam que no formulário de referência o emissor descreve suas políticas, regras internas e práticas recorrentes, o que resulta na troca de dados predominantemente quantitativos por qualitativos e, conseqüentemente, aumenta a qualidade das informações divulgadas.

Em 2013, a ITR2 e a DFP foram os demonstrativos que apresentaram significância estatística no estudo. Ambos influenciaram negativamente o preço das ações nos dias que antecederam à divulgação dos mesmos (-3, -2 e -1) Além disso, a Tabela 1 mostra que a ITR2 foi significativa e negativa nos dias pós-divulgação (1 e 2), o que sugere um ajuste do mercado pela supervalorização da informação divulgada. Esses achados convergem com a pesquisa de Paulo, Neto e Santos (2012), a qual verifica se os preços das ações das empresas brasileiras reagem à divulgação do lucro contábil trimestral e indica que o conteúdo informacional divulgado é assimétrico, visto que o mercado apenas reage às divulgações de forma negativa.

Já em 2014 nenhum demonstrativo influenciou o mercado brasileiro acionário. Tal fato pode ser resultado da crise financeira pela qual o Brasil passou no período e, até mesmo, dos escândalos de corrupção que aumentaram o ceticismo dos investidores com as informações contábeis. Conforme Paulo, Neto e Santos (2012), em estudos de eventos, a reação se limita à variabilidade dos retornos anormais (resíduos) calculados para os dias que compõem determinada janela de estimação, o que pode divergir das reações obtidas caso outra janela fosse considerada.

No ano de 2015 as demonstrações contábeis também não foram tão significativas para o mercado brasileiro de capitais. Houve influência significativa e positiva da divulgação no preço da ação apenas no primeiro dia de análise (-3) do informativo do terceiro trimestre, o que pode indicar um possível vazamento de informação no mercado. Ressalta-se que a reação em relação ao preço das ações ocorre de modo positivo, ou seja, que o mercado em 2015 só reagiu às divulgações de variações positivas.

Em 2016 a divulgação das informações contábeis volta a exercer um papel relevante para o mercado financeiro. Entretanto, vale destacar que somente os demonstrativos trimestrais mostraram-se significativos, ou seja, para o ano de 2016, houve mudanças significativas no preço das ações apenas com a divulgação das informações mais tempestivas, como indica a **Error! Reference source not found.** A ITR1 mostra-se relevante no dia da divulgação e um dia após (0, 1).

A ITR2 é significativa nos dois dias anteriores à divulgação e, como o valor do retorno na data da divulgação (0) é próximo do retorno do dia anterior (-1), acredita-se que a significância soou como um ajuste de preço de pré-divulgação. Já a ITR3 é significativa nos dias -2, -1, 0, 1 e 2, o que sugere uma atitude pessimista do mercado com a divulgação do demonstrativo. Enquanto na ITR1 e na ITR2 o retorno aumenta, na ITR3 o retorno diminui.

No ano de 2017 três demonstrativos mostraram significância com relação ao mercado, ITR3, DFP e FRE, conforme a Tabela 1. No demonstrativo trimestral, a primeira data significativa é de dois dias antes da divulgação, o que pode indicar um possível vazamento de informações. Interessante notar que o CAAR em -2 (a data significativa) apresenta um valor próximo ao do dia da divulgação (0), sendo este não significativo. Tal fato leva a crer que o mercado antecipou a informação divulgada. Nesse mesmo demonstrativo ainda houve relevância nos dias pós-divulgação (1 e 2) com redução considerável do retorno de -2 para 2 (cerca de 1,3 pontos percentuais).

Com relação à DFP, nota-se que a influência da divulgação é tardia, pois somente afeta as ações no último dia da janela de eventos. No caso do formulário de referência, entende-se que o mercado trata o demonstrativo com pessimismo, já que nos dias -2 e -1 os resultados são significativos e negativos. Este último achado vai ao encontro da afirmação de Kothari (2001) de que as demonstrações financeiras não devem ser a única fonte de informações da firma.

Por fim, em 2018 dois demonstrativos se mostram significantes para o mercado brasileiro acionário, ITR1 e FRE. No informativo trimestral, a primeira data significativa é -2 o que revela a antecipação do mercado em relação à divulgação. Neste mesmo demonstrativo ainda houve relevância nos dias pós-divulgação (1 e 2) com a redução do retorno em torno de 1,8 pontos percentuais.

No caso do formulário de referência, o demonstrativo só afeta o mercado no último dia da janela de eventos. Este achado indica que houve uma demora na absorção das informações pelos *stockholders*, demora que pode estar atrelada à quantidade de informações que o formulário possui. De acordo com Aragão e Cavalcante (2014), o FRE apresenta informações sobre grupo econômico, ativos relevantes, estrutura de capital, política de divulgação de informações, recursos humanos, fatores de risco, dados financeiros históricos e os respectivos comentários da administração, entre outros.

De modo geral, como houve mudanças significativas nos preços das ações em relação ao estimado para a janela do evento com a divulgação das demonstrações contábeis, a hipótese da pesquisa não é rejeitada. Este resultado corrobora os estudos de Schiehl (1996), Prux Junior (1998), Bernardo (2001) e Ball e Shivakumar (2008).

Em virtude disso, como análise adicional, identifica-se a ordem de influencia dos cinco demonstrativos analisados (ITR1, ITR2, ITR3, DFP, FRE) no retorno anormal acumulado da janela de eventos. Então, para definir qual demonstrativo apresenta maior

influencia no preço da ação dentro da janela de eventos, soma-se o CAR de todos os demonstrativos (no caso cinco) para gerar um CAR total. Como a análise adicional é feita a partir do R^2 parcial de Borcard (2002), em seguida, realiza-se uma regressão linear entre o CAR total e o CAR de cada demonstrativo (uma regressão para cada demonstrativo), em que o R^2_{total} de cada regressão é utilizado para calcular a proporção de influência que cada demonstrativo tem em relação ao total.

Logo após, é feita uma regressão linear entre o CAR de um demonstrativo com os CARs individuais dos outros quatro. Este passo se repete para cada um dos demonstrativos e, por isso, cinco resíduos são gerados, um para cada regressão.

Outra regressão linear é realizada entre o CAR total e o valor residual dos demonstrativos calculados previamente, novamente, uma regressão para cada demonstrativo. O R^2_{resid} obtido por cada regressão também é utilizado para o cálculo da proporção de influência que cada demonstrativo tem em relação ao total.

A proporção de influência do CAR de cada demonstrativo em relação ao CAR total é obtida pela razão entre os dois R^2 mencionados anteriormente, como mostra a equação 5:

$$R^2_{parcial} = \frac{R^2_{resid}}{R^2_{total}} \quad (5)$$

Deste modo, a análise adicional é feita para o período, ou seja, os 8 anos são analisados em conjunto. O valor do R^2 para o CAR Total (soma dos CARs de todos os demonstrativos) é estipulado mediante uma regressão linear em que o CAR Total é a variável dependente e os resíduos dos CARs dos demonstrativos, separadamente, são as variáveis independentes. Esse valor serve de base para o cálculo da proporção entre os R^2 das cinco demonstrações contábeis e é apresentado na Tabela 2. Exibe-se a Figura 1 com os valores proporcionais para cada um dos demonstrativos em seguida.

Tabela 2.

R^2 Parcial das regressões dos resíduos por demonstrativo para o período de 2011 a 2018

	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	TOTAL
R^2 Parcial	0,1930	0,1901	0,1820	0,2303	0,1602	0,9556

Nota: ITR - Informações Trimestrais; DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas e FRE - Formulário de Referência. Valores em porcentagem.

Fonte: Elaboração própria.

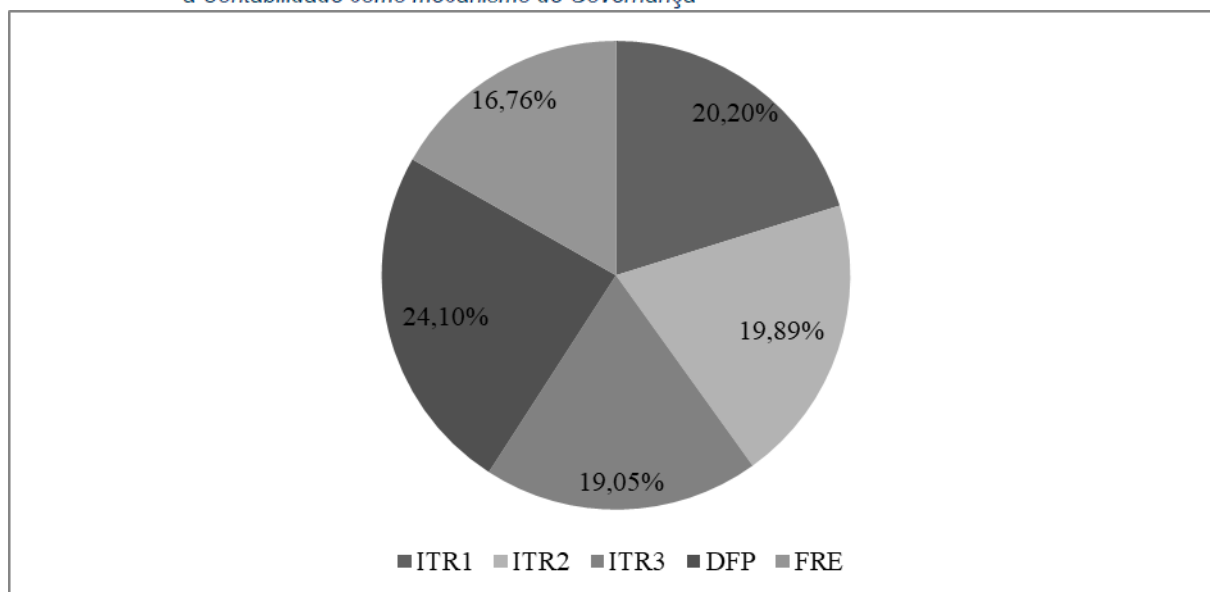


Figura 1.

Proporção de influência do CAR dos demonstrativos no CAR total para o período de 2011 a 2018

Fonte: Elaboração própria.

Ao observar a Figura 1, percebe-se que o demonstrativo que mais influencia o retorno anormal acumulado é a demonstração padronizada anual (DFP) (24,10%), apesar da DFP influenciar significativamente o preço da ação somente em dois anos dos oito analisados (2013 e 2017). Nota-se, então, o interesse do mercado por este demonstrativo e, por ser o mais influente, acredita-se que as expectativas sobre as informações nele contidas são melhores previstas. Além disso, o período de 1 ano para a divulgação torna-o mais previsível do que as demonstrações trimestrais (ITRs) e o formulário de referência (FRE). Este resultado diverge dos achados de Ball e Shivakumar (2008), visto que as evidências empíricas encontradas por eles foram de que as demonstrações contábeis trimestrais fornecem um ganho incremental no conteúdo informacional de 1% a 2% em relação às demonstrações anuais.

O FRE é o que menos influencia o retorno anormal acumulado (16,76%) e, portanto, este pode não ser um informativo tão importante para os *traders* como a DFP, pois como apresenta uma carga elevada de informação, não há tempo suficiente para o mercado absorvê-la, além de não ser obrigatoriamente auditado por auditoria externa, o que pode resultar em algumas falhas de divulgação por parte das empresas.

Este achado corrobora com o estudo de Aragão e Cavalcante (2014), o qual analisa o comportamento das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado em relação ao preenchimento do FRE e indica que i) sobre o tema “fatores de risco”, na maior parte das empresas (78,9%) constata-se a presença de trechos inteiros repetidos, ou seja, textos já divulgados por outras empresas; ii) em resposta ao item “riscos de mercado”, os respondentes evitam comentar sobre o tema e, em algumas empresas, há confusão entre os termos “estrutura de gerenciamento de riscos” e “administração de riscos financeiros”; iii) no tocante ao item “comentários dos administradores”, as empresas adotam um parâmetro semelhante de respostas sobre os controles internos, entre outras evidências que afetam a qualidade e, consequentemente, a credibilidade das informações divulgadas nos FREs.

Sobre as demonstrações trimestrais, ao analisar de maneira separada, as três não fogem do padrão, sendo a ITR1 a mais influente no retorno anormal acumulado (20,20%) e a ITR3 a menos (19,05%), com uma diferença de 1,15 pontos percentuais. Entretanto, ao analisar em conjunto, observa-se a importância desse demonstrativo para o mercado. A tempestividade das informações divulgadas de 3 em 3 meses resulta em informações mais imprevisíveis, o que pode reduzir as expectativas dos investidores em relação aos demonstrativos trimestrais

por retratarem a realidade da empresa em períodos menores. Um motivo que pode justificar o resultado da DFP ser mais influente que as ITRs, é o fato do demonstrativo anual ser auditado por auditoria independente, o que fortalece a credibilidade das informações divulgadas, diferente dos trimestrais que são apenas revisados.

A ITR1 apresenta retorno significativo em apenas dois anos (2016 e 2018), porém com um peso substancial em relação ao CAR (20,20%). A ITR2 tem significância no preço da ação em quatro dos oito anos estudados (2011, 2012, 2013 e 2016), assim como a ITR3 (2011, 2015, 2016 e 2017). A ITR1 foi, dos demonstrativos trimestrais, a que influenciou menos em relação aos anos, apenas dois anos em comparação com os quatro anos das ITR2 e ITR3. Contudo, devido a magnitude da influência nesses dois anos (2016 e 2018), a ITR1 é o demonstrativo trimestral com maior impacto no mercado durante o período investigado. Ao considerar em conjunto os demonstrativos trimestrais, somente em 2014 que não houve significância de pelo menos um deles, justamente o ano em que nenhuma demonstração analisada foi significativa para o mercado.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo verifica se a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto no período entre 2011 e 2018. Por meio de um estudo de eventos, os resultados apontam que a divulgação das demonstrações contábeis influencia o preço da ação e que, portanto, os acionistas utilizam as mesmas para tomar decisões no mercado brasileiro de capitais.

Nesse sentido, o mercado acionário investigado demonstra, de modo geral, eficiência semiforte, uma vez que os preços das ações se ajustam à informação divulgada, assim como o trabalho de Matsumoto, Baraldi e Jucá (2018). Em ordem, do mais influente para o menos influente dos demonstrativos estudados com relação ao retorno anormal acumulado, tem-se a DFP (24,10%), ITR1 (20,20%), ITR2 (19,89%), ITR3 (19,05%) e FRE (16,76%).

Estudiosos sobre o assunto, como Aragão e Cavalcante (2014), afirmam que as empresas ainda necessitam de um período de aprendizado e adequação às diretrizes impostas para a elaboração do FRE, pois os autores constataram a existência de dificuldades e erros no preenchimento FRE. Diferente do trabalho de Paulo, Neto e Santos (2012), na atual pesquisa o mercado reage de forma negativa (nos anos de 2011, 2012, 2013, 2016 e 2017, 2018) e positiva (2015, 2016 e 2018) à divulgação do evento. Entretanto, predomina-se a forma negativa, única opção encontrada por Paulo, Neto e Santos (2012). Entre as possíveis explicações para o ocorrido, os autores ressaltam o conservadorismo contábil, em que as más notícias são refletidas mais rapidamente do que as boas notícias (Basu, 1997).

Como limitação metodológica, os dados utilizados não são paramétricos e, em função disso, os testes realizados não têm a mesma força dos testes paramétricos, feitos quando os dados seguem um parâmetro de distribuição. O estudo aponta para outras direções a serem aprofundadas, como em analisar o porquê da influência das divulgações públicas no preço das ações. Outra sugestão seria examinar outros tipos de demonstração/relatório, como a divulgação do fato relevante, do relatório de auditoria e das demonstrações que foram reapresentadas.

REFERÊNCIAS

Amorim, A., Lima, I., & Murcia, F. (2012). Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 199-211. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000300005>

Aragão, L. A., & Cavalcante, D. S. (2014). Qualidade das informações do formulário de referência nas empresas brasileiras listadas no novo Mercado da BM&FBOVESPA. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13(3), 1089-1118.

Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). How much new information is there in earnings?. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 975-1016.

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.

Batista, S. F., Luz, J. R. M., Carvalho, J. R. M., & Melo, L. S. A. (2019). Opções de ações e disclosure: o nível de divulgação das instituições financeiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(1), 01-14.

Baums, T. (2002). Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany. *ECGI-Law Working Paper*, (04).

Bernardo, H. P. (2001). Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – *Universidade de São Paulo*.

Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.

Borcard, D. (2002). Partial r2, contribution and fraction [a]. Montréal: [s.n.].

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.

Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review*, 9(1).

Campos, L. C., & Lemes, S. (2013). Ensino de notas explicativas nos cursos de ciências contábeis de universidades públicas brasileiras. *RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 12(1), 249-282.

Dantas, J., Chaves, S., Silva, M., & Carvalho, R. (2011). Determinações de refazimento/republicação de demonstrações financeiras pela CVM: o papel dos auditores independentes. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 45-64.
doi:<http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20117>

Duarte, D. L., Araújo, F. B. B., Peixoto, F. M., & Barboza, F. L. M. (2019). Disclosure de Governança Corporativa e o Nível de Internacionalização das Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 3-21.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fonseca, R., Marques, J. A. V. C., & Santos, O. M. (2019). Relevância da informação contábil: estudo de eventos no setor de petróleo e gás. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 46-65.

García, M. D. P. R., Alejandro, K. A. C., Sáenz, A. B. M., & Sánchez, H. H. G. (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America?. *Emerging Markets Review*, 30, 155-168.

Gonçalves, J. C., Batista, B. L. L., da Silva Macedo, M. A., & da Costa Marques, J. A. V. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.

Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231.

MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Holanda, A. P. (2014). Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao disclosure relativo às informações por segmento. *Enfoque Reflexão Contábil*, 33(1), 53-69.

Matsumoto, G. S., Baraldi, G. P., & Jucá, M. N. (2018). Estudo de Eventos sobre o Anúncio da Emissão de Debêntures. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 493-520.

Müller, S. (2015). Significance tests for event studies. Disponível em: <<https://www.eventstudytools.com/significance-tests>>. Acesso em: 22 de maio 2019.

Murcia, F. D.-R., & dos Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 3(2), 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>

Paulo, E., Neto, A. S., & Santos, M. A. C. (2012). Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 54-79.

Prux Junior, J. L. (1998). Assimetria informacional e precificação das ações das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Santos, J. G. C. D., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 390-404.

"a Contabilidade como mecanismo de Governança"

Schiehl, E. (1996). O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações. Dissertação (Mestrado em Administração) – *Universidade Federal do Rio Grande do Sul*.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.

Zanon, A. R. M., & Dantas, J. A. (2020). Reação do mercado à emissão de instrumentos de dívida elegíveis a capital pelos bancos brasileiros. *Brazilian Business Review*, 17(1), 1-23.

Wilcoxon, F. (1946). Individual comparisons of grouped data by ranking methods. *Journal of Economic Entomology*, 39(2), 269-270.