

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ÁLVARO RODRIGUES OLIVEIRA

REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS À DIVULGAÇÃO DE
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: um estudo das companhias abertas listadas no
Brasil

UBERLÂNDIA/MG
NOVEMBRO DE 2020

ÁLVARO RODRIGUES OLIVEIRA

**REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS À DIVULGAÇÃO DE
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: um estudo das companhias abertas listadas no
Brasil**

Artigo acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof^a. Dr^a. Neirilaine Silva de Almeida

**UBERLÂNDIA/MG
NOVEMBRO DE 2020**

RESUMO

No contexto do mercado de investimentos as demonstrações contábeis exercem papel fundamental, visto que proporcionam aos analistas de mercado e investidores informações importantes referentes à empresa, desde o seu desempenho até as possíveis perspectivas de expansão ou retração. O sucesso dos investimentos no mercado de capitais está diretamente ligado à possibilidade do investidor realizar boas escolhas no momento de investir. Sendo assim, quanto mais subsídios ele tiver para executar as suas análises, maiores serão as suas chances de ganho, o que realça a importância das demonstrações contábeis como fonte de informações para este investidor. Diante do exposto, este estudo teve como objetivo geral identificar como a divulgação das demonstrações contábeis afeta o comportamento do mercado de capitais brasileiro. Mais especificamente, buscou-se avaliar a associação entre a divulgação destas demonstrações e o preço, o volume de negociações e a liquidez das ações. A amostra foi formada por 64 companhias abertas listadas no IBOVESPA que divulgaram demonstrativos relativos ao 4º trimestre de 2018 e ao 1º e 2º trimestres de 2019. Na análise dos dados, observou-se, de forma geral, que no período de D-1 à D+1 ocorreram as maiores variações nos preços de abertura e fechamento dos pregões, sendo que a maior cotação atingida no período analisado foi no dia denominado como dia “D”. Com relação aos preços médio e máximo, referentes às cotações das ações, observou-se que estes aumentaram nas datas próximas à divulgação das demonstrações e que, após este período, houve uma diminuição nesses valores, seguindo a mesma lógica dos preços de abertura e fechamento das ações das companhias da amostra. Uma das explicações para o acréscimo das cotações das ações, até o dia da apresentação das demonstrações financeiras, e depois a redução desses preços na semana seguinte, pode ser o fato de o mercado de capitais, ao acatar as previsões de analistas quanto ao desempenho econômico e financeiro futuro das empresas, antecipar as precificações dos títulos e estabelecer um preço considerado justo antes mesmo da divulgação das demonstrações contábeis.

Palavras-chave: Demonstrações financeiras; Informações contábeis; Retorno anormal.

ABSTRACT

In the context of the investment market, accounting statements play a fundamental role since they provide important information regarding the company to market analysts and investors, from its performance to the possible prospects for expansion or retraction. The success of investments in the capital market is directly linked to the investor's possibility to make good choices when investing. Therefore, the more subsidies he has to perform his analyzes, the greater his chances of gain, which highlights the importance of accounting statements as a source of information for this investor. In light of the foregoing, this study aimed to identify how the disclosure of the accounting statements affects the behavior of the Brazilian capital market. More specifically, it was sought to assess the association between the disclosure of these statements and the price, the trading volume and liquidity of shares. 64 publicly held companies listed on the IBOVESPA that disclosed statements for the 4th quarter of 2018 and the 1st and 2nd quarters of 2019 formed the sample. In the analysis of the data, it was observed, in general, that in the period from D-1 to D+1 occurred the biggest variations in the opening and closing prices of the trading sessions, and the highest quotation reached in the analyzed period was on the day called "D" day. Regarding the average and maximum prices, referring to share prices, it was observed that they increased on the dates close to the disclosure of the statements and that, after this period, there was a decrease in these values, following the same logic of the opening and closing prices shares of the companies in the sample. One of the explanations for the increase in share prices, until the day of the presentation of the accounting statements, and then the reduction of these prices in the following week, may be the fact of the capital market, when following the forecasts of analysts regarding the economic performance and financial future of the companies, anticipating the security pricings and establishing a price considered fair even before the disclosure of the accounting statements.

Keywords: Accounting statements; Accounting information; Abnormal return.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1- Características das empresas da amostra	12
Tabela 1- Estatística descritiva dos dados.....	14
Tabela 2 - Variação nos retornos das ações com base nos preços de abertura dos pregões.....	15
Tabela 3 - Variação nos retornos das ações com base nos preços de fechamento dos pregões	15
Tabela 4 – Gaps nas cotações com base nos preços de abertura e de fechamento dos pregões	16
Tabela 5 - Variação nos retornos das ações com base no preço máximo dos pregões.....	17
Tabela 6 - Variação nos retornos das ações com base no preço médio dos pregões.....	17
Tabela 7 - Variação nos retornos das ações com base no preço mínimo dos pregões	18
Tabela 8 - Variação nos valores dos negócios	18
Tabela 9 - Variação na quantidade de títulos negociados	19

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REFERENCIAL TEÓRICO	9
3 METODOLOGIA	11
4 ANÁLISE DOS DADOS	13
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	20
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	21

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é fundamental para o desenvolvimento econômico de um país (FAMA, 1970). Afinal, por meio dele, é possível que as entidades captem recursos mais baratos que os empréstimos tradicionais e que os investidores possam alocar o seu capital em ações (frações do capital) de grandes empresas. No Brasil, o mercado de capitais passou a ganhar mais destaque em 2019, que foi o ano em que o seu principal índice (IBOVESPA) ultrapassou os 100.000 pontos pela primeira vez e que a bolsa de valores atingiu mais de um milhão de investidores pessoa física ativos (TAUHATA, 2019).

À medida que cresce o número de investidores no mercado de capitais brasileiro, também aumenta a busca por informações que os auxiliem a tomarem decisões relacionadas aos fundamentos econômico-financeiros das companhias abertas listadas na bolsa de valores. Conforme Iudícibus (2010), a Contabilidade tem como objetivo fornecer informações úteis para a tomada de decisões de todos os tipos de usuários. Assim, as demonstrações financeiras são evidenciadas regularmente pelas companhias para atender às necessidades de usuários internos e externos quanto às questões de planejamento, execução e controle (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008).

As demonstrações financeiras apontam a situação econômico-financeira atual de uma empresa, o que possibilita que os investidores tenham suprimentos para realizar inferências sobre o desempenho futuro da companhia. Ademais, as demonstrações financeiras reduzem a assimetria informacional, porque permitem que tanto os acionistas minoritários quanto os majoritários conheçam os reflexos das decisões organizacionais nos indicadores econômico-financeiros da entidade (LANZANA, 2004).

Além disso, nota-se a importância da Contabilidade ao considerar-se que o preço da ação de uma determinada companhia, geralmente, tende a refletir o desempenho econômico, o crescimento das vendas, o endividamento, a liquidez e as perspectivas futuras da empresa (EXAME, 2013). Assim, os agentes do mercado de capitais consideram as informações relacionadas ao desempenho econômico-financeiro das entidades para antecipar os resultados que serão divulgados nas demonstrações financeiras e projetar o preço das ações das companhias (BOFF, PROCIANOY; HOPPEN, 2006). Mesmo assim, é possível a existência de significativa volatilidade no preço das ações após os participantes do mercado de capitais, efetivamente, terem acesso às demonstrações financeiras das empresas.

Nesse âmbito, alguns estudos (SARLO NETO; LOPES; COSTA, 2006; SILVA FILHO *et al.*, 2014; ARAÚJO; PENHA, 2014; DE CASTRO; MARQUES, 2013; TERRA; LIMA, 2006; FOLSTER, 2018; TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008) têm

buscado identificar como a divulgação dos demonstrativos contábeis impacta o mercado de capitais. Alguns deles apontam que a divulgação das informações contábeis está, direta ou indiretamente, associada com as reações do mercado financeiro (SARLO NETO; LOPES; COSTA, 2006; ARAÚJO; PENHA, 2014; SILVA FILHO *et al.*, 2014; FOLSTER, 2018). Por outro lado, algumas pesquisas (TERRA; LIMA, 2006; DE CASTRO; MARQUES, 2013) não encontraram significativas evidências de que a divulgação das informações contábeis afetam o mercado de capitais. Ademais, Terra e Lima (2006) destacam a incipiência dos estudos sobre esse tema em países emergentes como o Brasil. Assim, nota-se a existência de uma lacuna para as pesquisas que explorem o assunto com maior profundidade e que busquem identificar como a divulgação das demonstrações contábeis podem afetar o comportamento dos participantes do mercado de capitais e, principalmente, o preço e a liquidez das ações das empresas brasileiras.

Nesse contexto, este estudo tem como objetivo geral **identificar como a divulgação das demonstrações contábeis afeta o comportamento do mercado de capitais brasileiro**. De modo específico, o presente estudo avalia a associação entre a divulgação das demonstrações financeiras e o preço, o volume de negociações e a liquidez das ações.

Ainda, a necessidade da pesquisa se justifica por abordar o mercado de capitais brasileiro no período em que ocorre o início da mudança de cultura dos investidores pessoa física do país. É notável que o número de investidores na bolsa de valores do Brasil tem crescido significativamente (VALOR ECONÔMICO, 2019) e, nesse âmbito, considera-se relevante compreender como esses investidores avaliam as informações contábeis para decidir sobre o investimento nas ações das empresas.

Também, destaca-se que a contabilidade é uma fonte relevante de informações, por meio de seus relatórios contábeis (LOPES; MARTINS, 2007). Assim, a presente pesquisa é importante por avaliar se a divulgação das demonstrações financeiras impacta, significativamente, a variação nos preços, nos volumes de negociação e na liquidez das ações. Além disso, este estudo também se justifica por analisar o comportamento das ações e possibilitar que os analistas de mercado, bem como os potenciais investidores, possam se antecipar e traçar taxas estimadas de retorno de seus investimentos, em períodos pré e pós divulgação das demonstrações contábeis de companhias abertas.

Por fim, a relevância deste estudo está também no fato dele avaliar se as mudanças ocorridas recentemente na contabilidade, visando à convergência contábil ao padrão internacional, de fato têm atingido o seu papel de tornar a contabilidade uma linguagem universal, de utilidade para diversos usuários, visto que em mercados globalizados a

informação deve ser útil para qualquer finalidade.

Este estudo está estruturado em cinco seções. Além desta introdução, a segunda seção aborda os aspectos relacionados à associação entre as informações contábeis e comportamento do mercado de capitais. A terceira seção contempla os aspectos metodológicos, enquanto a quarta apresenta as discussões que permeiam a análise dos dados. Por fim, a quinta seção abarca as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Iudícibus (2010), a finalidade principal da Contabilidade é fornecer informações úteis aos diversos usuários, propiciando condições de tomada de decisões. Nesse conjunto de informações, estão contidos os relatórios contábeis e as notas explicativas, que retratam a situação patrimonial, bem como as mutações ocorridas neste patrimônio, em dado período de tempo.

De acordo com Tertuliano *et al.* (1993), a análise do impacto de uma informação consiste em verificar a possibilidade de uma determinada informação fornecer subsídios para que os participantes do mercado acionário possam traçar expectativas futuras relacionadas ao retorno de seus ativos. Nesse âmbito, Lopes e Martins (2007) consideram que a divulgação de demonstrações contábeis oferece valoroso conteúdo informativo ao mercado de capitais. Ademais, os autores defendem que a variação ocorrida nos valores dos títulos negociados na bolsa de valores retrata a expectativa dos agentes econômicos frente a essas informações (LOPES; MARTINS, 2007).

O estudo da divulgação das demonstrações financeiras é pertinente, uma vez que, para um mercado de capitais ser eficiente, é necessário que ocorra a disponibilização de informações de eventos que possam influenciar, de forma rápida e precisa, o retorno dos investimentos e as decisões de todos os participantes deste mercado (SCHIEHLL, 1996).

Para Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), os investidores conseguem uma elevação da eficiência e, conseqüentemente, maior rentabilidade em seus investimentos, quando possuem um conhecimento diferenciado das especificidades das empresas investidas. Nesse contexto, os referidos autores defendem que os demonstrativos contábeis, ao apresentarem a situação financeira, patrimonial e econômica das organizações, fornecem aos investidores/usuários externos a possibilidade de avaliar riscos, bem como de conhecer os potenciais retornos de seus investimentos. Com isso, nota-se a relevante contribuição das informações geradas pela contabilidade para os diversos participantes do mercado de capitais.

Com o intuito de examinar as relações entre a divulgação de informações contábeis e o mercado de capitais, vários pesquisadores (TERRA; LIMA, 2004; TAKAMATSU, LAMOUNIER E COLAUTO, 2008; DE CASTRO; MARQUES, 2013; SILVA FILHO *et al.*, 2014; ARAÚJO; PENHA, 2014; FOLSTER, 2018) despenderam esforços para avaliar o mercado brasileiro e identificar como os participantes da bolsa de valores reagem às informações financeiras.

Silva Filho *et al.* (2014), por exemplo, buscaram compreender se as divulgações das demonstrações financeiras das quatro maiores companhias abertas do setor de comércio provocaram retornos anormais nos preços das ações. Com a utilização do estudo de eventos (*study of event*) de Campbell, Lo e Mackinlay (1997), os autores encontraram suporte para afirmar que as informações financeiras divulgadas exerceram impacto significativo nos preços das ações em três das quatro empresas analisadas.

Araújo e Penha (2014), por sua vez, investigaram se a publicação das demonstrações financeiras afetava o preço e o volume de negociações das ações das empresas de capital aberto. Para tanto, os autores utilizaram o índice IBrX-50, que engloba uma carteira teórica composta pelas 50 ações mais negociadas na B3. Os referidos autores esquematizaram os volumes e as cotações das ações e, posteriormente, realizaram análise de regressão múltipla dos dados, análise de variância e análise de coeficiente de correlação para testarem as suas hipóteses. Todavia, no referido estudo foi constatado que apenas o preço da ação teve seus retornos explicados pela divulgação das demonstrações contábeis.

De Castro e Marques (2013) analisaram a relevância dos demonstrativos contábeis para o desenvolvimento do mercado de capitais. Especificamente, os referidos autores realizaram um estudo que trata da eficiência do mercado brasileiro e o impacto da divulgação das informações contábeis no preço das ações. Na pesquisa, eles utilizaram o estudo de eventos e analisaram 42 empresas listadas no IBOVESPA no período de 2007 a 2009. De modo geral, os autores identificaram que a divulgação das demonstrações contábeis não afetou significativamente os preços dos títulos.

Terra e Lima (2006) pesquisaram se os demonstrativos financeiros causam impacto nas ações negociadas na Bolsa de Valores no período de 1995 a 2002. Ademais, os autores verificaram o comportamento dos investidores frente aos sinalizadores de boas práticas de governança corporativa, tais como a pontualidade nas divulgações das demonstrações contábeis. De modo geral, os pesquisadores conseguiram perceber retornos anormais em subamostras referente às empresas que divulgam as suas demonstrações financeiras pontualmente e às empresas privadas. Já no contexto das empresas que atrasam a

evidenciação de seus relatórios contábeis e das empresas estatais, os autores identificaram que os investidores ajustam as suas expectativas negativamente, conforme a proximidade da divulgação das informações.

Murcia e Machado (2013) em sua pesquisa argumentam que a divulgação de informações corporativas (*disclosure*) sejam elas, econômicas, contábeis e ambientais, contribuem para a redução da assimetria informacional entre os usuários externos. Para estes autores o *disclosure* nivela as informações entre os participantes do mercado, o que de certa maneira proporciona aumento de liquidez e negociação das ações da empresa.

De acordo com Liu (2006) os investidores menos informados buscam proteção contra possíveis perdas que resultem de negociações com outros investidores mais bem informados. Em tal situação os investidores menos informados diminuem o preço que estão dispostos a pagar por um título e/ou aumentam o preço exigido para vendê-los. Essa ação provoca a redução no número de transações no mercado e consequentemente sua liquidez.

Por fim, Folster (2018) buscou identificar retornos anormais no período próximo à divulgação de projeções de resultados futuros, com a publicação de *guidance*. O pesquisador verificou um total de 19 títulos, onde aplicou a metodologia de estudo de evento. Nessa pesquisa, foi possível obter resultados de retornos anormais no período próximo à divulgação dos resultados das companhias, porém foram encontrados indícios de *insider trading*, por haver um período de retornos extraordinários antes da data da divulgação das demonstrações contábeis.

Diante do exposto, nota-se a falta de convergência nos resultados dos estudos que visam avaliar a associação entre a divulgação das informações econômico-financeiras e o comportamento das ações. Nesse sentido, a presente pesquisa visa contribuir com essa área de conhecimento ao avaliar o comportamento dos preços, do volume e da liquidez das ações nos dias anteriores e posteriores à divulgação das demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras.

3 METODOLOGIA

Este estudo pode ser caracterizado como descritivo, pois descreve fenômenos, estabelece relações entre variáveis e utiliza técnicas padronizadas de coletas de dados (GIL, 1999). Ademais, a presente pesquisa é quantitativa, uma vez que emprega instrumentos estatísticos para o tratamento dos dados pesquisados (BEUREN *et al.*, 2006).

Para a verificação dos efeitos da divulgação das demonstrações financeiras nos preços,

nos volumes de negociação e na quantidade de títulos negociados, utilizou-se os conceitos do estudo de eventos, que é uma técnica que envolve a definição do evento, a seleção da amostra, a medição do retorno, o procedimento de estimação e o procedimento de teste (MACKINLAY, 1997; CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997).

O evento escolhido foi a divulgação das demonstrações contábeis, sendo que a data definida do evento é aquela relativa à divulgação dos relatórios contábeis (Dia D). As janelas de evento são de 15 dias (7 dias antes e 7 dias depois), 13 dias (6 dias antes e 6 dias depois), 11 dias (5 dias antes e 5 dias depois), 9 dias (4 dias antes e 4 dias depois), 7 dias (3 dias antes e 3 dias depois), 5 dias (2 dias antes e 2 dias depois), 3 dias (1 dia antes e 1 dia depois) e 1 dia (dia da divulgação e 1 dia depois).

A amostra é composta por 64 companhias abertas listadas no IBOVESPA, que apresentaram as suas demonstrações financeiras no 4º trimestre de 2018 e no 1º e 2º trimestres de 2019. As características das empresas contempladas na amostra da pesquisa são apresentadas no quadro 1.

Quadro 1- Características das empresas da amostra

Variável	Características	Frequência
Setor	Bens industriais	7
	Comunicações	2
	Consumo cíclico	11
	Consumo não cíclico	6
	Financeiro	13
	Materiais básicos	9
	Petróleo, gás e biocombustíveis	5
	Saúde	4
	Utilidade pública	7
	Total	64
Governança Corporativa	Tradicional	5
	Nível 1	13
	Nível 2	7
	Novo Mercado	39
	Total	64

Fonte: Dados da pesquisa.

As datas das divulgações das demonstrações contábeis de cada uma das 64 empresas da amostra foram coletadas no Infomoney. Os dados referentes ao comportamento do mercado de capitais brasileiro (preço das ações, volume de negociações

e quantidade de títulos negociados) foram coletados na plataforma Economática, conforme as datas das divulgações das demonstrações financeiras. Destaca-se que, no tocante ao preço das ações, coletou-se o preço de abertura, o preço de fechamento, o preço mínimo, o preço médio e o preço máximo das ações.

Para atender ao objetivo de pesquisa, foram consideradas as pesquisas anteriores sobre o tema e estabelecidas as seguintes hipóteses:

H₁: A divulgação das demonstrações contábeis está associada com as alterações nos preços das ações das companhias abertas listadas no IBOVESPA.

H₂: A divulgação das demonstrações contábeis está associada com as alterações no volume de negociações das ações das companhias abertas listadas no IBOVESPA.

H₃: A divulgação das demonstrações contábeis está associada com as alterações na quantidade negociada de ações das companhias abertas listadas no IBOVESPA.

As hipóteses foram testadas por meio do Teste t de Student e do teste não paramétrico de Wilcoxon para amostras pareadas, que são instrumentos estatísticos que possibilitam verificar se as médias populacionais de duas amostras relacionadas são semelhantes (FÁVERO *et al.*, 2009). Assim, houve a comparação das médias dos preços, volumes de negociação e quantidade de títulos negociados antes e após a data da divulgação das demonstrações contábeis para identificar se essas variáveis sofreram alterações significativas após a evidenciação dos relatórios contábeis.

4 ANÁLISE DOS DADOS

A Tabela 1 apresenta as médias dos preços de abertura e de fechamento das ações, as médias dos preços mínimo, médio e máximo das ações, o volume de negócios e a quantidade de títulos negociados pelas 64 empresas nas janelas de evento. De modo geral, observa-se que as maiores variações nos preços de abertura e fechamento dos pregões ocorreram no período de D-1 a D+1, sendo que a maior cotação atingida no período analisado foi no dia da divulgação das demonstrações contábeis, denominado como dia “D”. Com relação aos preços médio e máximo referentes às cotações das ações, observou-se que estes aumentaram nas datas próximas à divulgação das demonstrações contábeis e que, após este período, houve uma diminuição nesses valores, seguindo a mesma lógica dos preços de abertura e fechamento das ações das companhias da amostra.

Tabela 1- Estatística descritiva dos dados

Período	Abertura	Fechamento	Mínimo	Médio	Máximo	Negócios	Títulos
D-7	31,06	31,09	30,65	31,06	31,49	15.017	6.486
D-6	31,12	31,02	30,65	31,04	31,48	15.655	6.728
D-5	31,08	31,13	30,65	31,08	31,55	16.053	7.013
D-4	31,10	31,11	30,63	31,07	31,52	15.023	6.695
D-3	31,16	31,25	30,73	31,19	31,65	15.422	6.657
D-2	31,22	31,17	30,75	31,16	31,62	15.214	6.680
D-1	31,20	31,18	30,65	31,15	31,65	17.246	7.586
D	31,34	31,31	30,60	31,28	31,93	25.436	13.420
D+1	31,27	31,00	30,63	31,07	31,64	21.003	9.652
D+2	31,03	31,00	30,54	31,02	31,52	18.152	8.176
D+3	30,98	30,94	30,46	30,95	31,44	18.318	8.202
D+4	30,94	30,83	30,35	30,83	31,35	18.376	7.882
D+5	30,88	30,83	30,34	30,84	31,35	17.649	7.889
D+6	30,85	30,71	30,30	30,75	31,30	17.772	7.723
D+7	30,74	30,74	30,22	30,71	31,23	17.695	7.859

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto ao volume de negócios e a quantidade de títulos negociados, verificou-se, na Tabela 1, um aumento considerável do dia D-7 até a data da divulgação das demonstrações contábeis, sendo o maior volume visualizado no dia “D”. Além disso, no período de D+1 a D+7 ocorreu uma queda no volume de negócios, bem como na quantidade de títulos negociados. Todavia, destaca-se que, mesmo com essa queda, o volume nas datas posteriores à evidenciação das demonstrações contábeis ainda é superior àquele visualizado no período de D-7 à D-1.

Uma das explicações para o acréscimo das cotações das ações, até o dia da apresentação das demonstrações financeiras, e depois a redução desses preços na semana seguinte, é o fato de o mercado de capitais, ao acatar as previsões de analistas quanto ao desempenho econômico e financeiro futuro das empresas, antecipar as precificações dos títulos e estabelecer um preço considerado justo antes mesmo da divulgação das demonstrações contábeis.

A Tabela 2 apresenta a variação média nos preços de abertura das ações antes e após a divulgação das demonstrações contábeis, de acordo com a janela definida do evento. Conforme os Testes não paramétricos de Wilcoxon, os preços de abertura variaram significativamente após a evidenciação das informações contábeis. De modo geral, nota-se

que os preços reduziram significativamente ao considerar as janelas de evento de 15 dias (D-7, D+7), 13 dias (D-6, D+6), 5 dias (D-2, D+2) e 1 dia (D, D+1).

Tabela 2 - Variação nos retornos das ações com base nos preços de abertura dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	0,327	0,208	1,569	-1,972**
13 dias (D-6, D+6)	0,273	0,202	1,354	-1,674*
11 dias (D-5, D+5)	0,205	0,180	1,134	-1,215
9 dias (D-4, D+4)	0,163	0,176	0,930	-1,173
7 dias (D-3, D+3)	0,180	0,169	1,070	-1,537
5 dias (D-2, D+2)	0,190	0,147	1,287	1,879*
3 dias (D-1, D+1)	-0,070	0,141	-0,501	-0,650
1 dia (D-1, D)	-0,138	0,097	-1,412	-1,036
1 dia (D, D+1)	0,067	0,078	0,856	-1,772*

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

A Tabela 3 sintetiza as variações no preço de fechamento das ações, sendo que os Testes não paramétricos de Wilcoxon evidenciam alterações significativas nos preços das ações. Especificamente, com exceção da janela de evento de 5 dias (D-2, D+2) e de 1 dia (D-1, D), os preços de fechamento posteriores à divulgação das demonstrações financeiras reduziram em relação aos preços anteriores à evidenciação contábil (Tabela 3).

Tabela 3 - Variação nos retornos das ações com base nos preços de fechamento dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	0,349	0,202	1,728*	-2,250**
13 dias (D-6, D+6)	0,314	0,201	1,565	-1,961**
11 dias (D-5, D+5)	0,303	0,189	1,600	-1,778*
9 dias (D-4, D+4)	0,282	0,174	1,616	-1,916*
7 dias (D-3, D+3)	0,315	0,158	1,996**	-2,527**
5 dias (D-2, D+2)	0,176	0,175	1,006	-1,390
3 dias (D-1, D+1)	0,171	0,128	1,337	-1,899*
1 dia (D-1, D)	-0,136	0,111	-1,227	-0,475
1 dia (D, D+1)	0,307	0,059	5,209***	-5,357***

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

Entre as empresas da amostra, destaca-se a Kroton e a Viavarejo, cujos preços de fechamento reduziram de R\$ 13,06 em D-2 para R\$ 10,69 em D+2 e de R\$ 8,46 em D-2 para R\$ 6,73 em D+2, respectivamente. Além destas, ressalta-se as variações dos preços de

fechamento das ações das empresas Kroton e Suzano que reduziram de R\$ 12,86 em D-1 para R\$ 11,38 em D e R\$ 44,16 em D-1 para R\$ 40,31 em D, respectivamente. Observou-se que as referidas empresas apresentaram maior redução nos preços das ações nas duas janelas consideradas na Tabela 03. Essas variações podem ser explicadas pelos resultados das empresas que foram negativos ou que, embora positivos, não atingiram às expectativas do mercado.

No lado oposto, realça-se o bom desempenho das ações da B2W Digital e CSN, cujos preços subiram no período de R\$ 34,94 em D-2 para R\$ 43,82 em D+2 e de R\$ 9,81 em D-2 para R\$ 11,82 em D+2, o que representa 25,4% e 20,51%, respectivamente. Na janela de D-1 e D o destaque foi nas empresas B2W Digital e Cielo, em que o valor das ações de R\$ 36,98 em D-1 passou para R\$ 43,54 em D e R\$ 6,75 em D-1 para R\$ 7,62 em D, representando um aumento de 17,75% e 12,89%, respectivamente. Tais aumentos foram identificados no 4º trimestre de 2018 e 2º trimestre de 2019.

Na Tabela 4, é possível notar a diferença significativa dos preços das ações nos períodos próximos à divulgação de demonstrações contábeis. Algumas empresas, tais como B2W Digital, BRF e JBS, apresentaram *gaps* em suas cotações no dia da divulgação das demonstrações financeiras, sendo que as variações foram 12,22%, 7,93% e 7,86%, respectivamente. As empresas CSN, Suzano e Viavarejo, por sua vez, apresentaram *gaps* nas cotações no dia posterior à divulgação das informações contábeis, na ordem de 3,08%, 3,57% e 3,77%. Todas estas variações foram observadas no 2º trimestre de 2019, com exceção da variação da CSN, cuja maior variação ocorreu no 4º trimestre de 2018.

Tabela 4 – *Gaps* nas cotações com base nos preços de abertura e de fechamento dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
Preço de fechamento D-1 - Preço de abertura D	-0,159	0,062	-2,577**	-1,860*
Preço de fechamento D - Preço de abertura D+1	0,044	0,027	1,621	-0,844

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

Os *gaps* ocorrem quando o preço de abertura do dia seguinte é superior ao preço de fechamento do dia anterior. Considerando o cenário da divulgação dos dados financeiros das entidades, pode-se conjecturar que esses *gaps* ocorreram em função das expectativas do mercado quanto aos dados das demonstrações contábeis ou em função das reações do mercado quanto às surpresas, positivas ou negativas, oriundas das informações disponibilizadas nos relatórios contábeis.

No tocante aos preços máximos atingidos pelas ações, os Testes não paramétricos de Wilcoxon indicam a existência de variação significativa nas janelas de evento de 1 dia (D-1, D e D, D+1). Uma das explicações para a existência dessa variação significativa nos preços máximos das ações é a atuação dos *traders*, que são agentes do mercado de capitais que visam ganhos no curto prazo em função da volatilidade oriunda da divulgação das informações contábeis. Considerando a amostra da pesquisa, destaca-se a empresa B2W Digital, cujo preço das ações no fechamento em D-1 foi de R\$ 36,98 e o preço máximo atingido em D foi de R\$ 44,05, o que representa uma valorização de 19,12% no preço das ações. Na janela de D e D+1, o destaque foi para a variação dos preços das ações da CSN no 4º trimestre de 2018. O valor das ações da referida empresa no fechamento em D era de R\$ 10,05 e em D+1 as ações atingiram o valor máximo de R\$ 11,06, representando um valor 10,05% maior que o seu preço de fechamento.

Tabela 5 - Variação nos retornos das ações com base no preço máximo dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	0,261	0,199	1,311	-1,816
13 dias (D-6, D+6)	0,183	0,198	0,927	-1,331
11 dias (D-5, D+5)	0,200	0,181	1,108	-1,354
9 dias (D-4, D+4)	0,169	0,173	0,979	-1,409
7 dias (D-3, D+3)	0,210	0,157	1,337	-1,939
5 dias (D-2, D+2)	0,098	0,160	0,615	-1,293
3 dias (D-1, D+1)	0,004	0,135	0,031	-0,876
1 dia (D-1, D)	-0,286	0,110	-2,606***	-2,423**
1 dia (D, D+1)	0,290	0,060	4,806***	-5,448***

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, * 10%

Quanto ao preço médio das ações, os Testes não paramétricos de Wilcoxon apontam diferenças significativas em várias janelas de evento. Destaca-se, todavia, a diferença visualizada no dia posterior à divulgação das demonstrações financeiras, em que os preços médios reduziram 0,06% (Tabela 6).

Tabela 6 - Variação nos retornos das ações com base no preço médio dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	0,351	0,200	1,752*	-2,347**
13 dias (D-6, D+6)	0,290	0,197	1,471	-1,860*
11 dias (D-5, D+5)	0,246	0,183	1,348	-1,422
9 dias (D-4, D+4)	0,245	0,171	1,425	-1,645
7 dias (D-3, D+3)	0,242	0,160	1,517	-2,045**

5 dias (D-2, D+2)	0,144	0,166	0,869	-1,392
3 dias (D-1, D+1)	0,079	0,128	0,617	-1,376
1 dia (D-1, D)	-0,130	0,105	-1,237	-0,112
1 dia (D, D+1)	0,209	0,055	3,765***	-4,315***

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

A Tabela 7 destaca preços mínimos das ações negociadas nos dias considerados nas janelas de evento, assim como os resultados dos Testes não paramétricos de Wilcoxon. De modo análogo ao que ocorreu com os preços de fechamento, pode-se conjecturar que as variações significativas nos preços mínimos das ações podem ser oriundas da atuação dos *traders*, que especulam em dias de grande volatilidade. Um exemplo desse cenário é o caso da empresa Kroton, cujo preço das ações no fechamento de D-1 era de R\$ 12,86 e em D o valor mínimo das ações atingiu R\$ 11,41, o que representa uma variação negativa de 11,28%. Já a empresa Viavarejo, no 2º trimestre de 2019, apresentou um valor de preço de fechamento das ações em D de R\$ 7,69, sendo que em D+1 estas ações atingiram o valor mínimo de R\$ 6,89, sendo uma queda de 10,40%.

Tabela 7 - Variação nos retornos das ações com base no preço mínimo dos pregões

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística – t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	0,431	0,201	2,140**	-2,710***
13 dias (D-6, D+6)	0,351	0,198	1,769*	-2,131**
11 dias (D-5, D+5)	0,309	0,184	1,683*	-1,561
9 dias (D-4, D+4)	0,287	0,176	1,626	-1,813*
7 dias (D-3, D+3)	0,262	0,166	1,573	-1,980**
5 dias (D-2, D+2)	0,202	0,160	1,259	-1,885*
3 dias (D-1, D+1)	0,016	0,129	0,124	-0,969
1 dia (D-1, D)	0,051	0,094	0,543	-2,101**
1 dia (D, D+1)	-0,035	0,066	-0,528	-0,236

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

No que concerne aos valores negociados, destaca-se os resultados dos Testes não paramétricos de Wilcoxon que apontam variações significativas em todas as janelas de evento, conforme a Tabela 8.

Tabela 8 - Variação nos valores dos negócios

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	-2678,443	604,587	-4,430***	-4,181***
13 dias (D-6, D+6)	-2116,818	709,412	-2,984***	-3,637***
11 dias (D-5, D+5)	-1596,063	751,084	-2,125**	-2,991***

9 dias (D-4, D+4)	-3353,042	775,062	-4,326***	-4,407***
7 dias (D-3, D+3)	-2896,031	569,027	-5,089***	-5,274***
5 dias (D-2, D+2)	-2937,797	692,856	-4,240***	-4,222***
3 dias (D-1, D+1)	-3757,161	772,616	-4,863***	-4,709***
1 dia (D-1, D)	-8190,505	959,306	-8,538***	-9,416***
1 dia (D, D+1)	4433,344	792,601	5,593***	-6,387***

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

O dia com maior valor de negociação é o dia de divulgação das demonstrações financeiras, denominado dia D. De acordo com os resultados da pesquisa, é possível conjecturar que os valores das negociações vão crescendo até o dia da divulgação e depois começam a reduzir nos dias seguintes até atingir aos patamares anteriores.

Por fim, os resultados dos Testes não paramétricos de Wilcoxon apontam variações significativas na quantidade de títulos negociados em todas as janelas de evento (Tabela 9). Conforme esperado, em função da correlação existente entre a quantidade de títulos negociados e o volume de negócios, é possível ponderar que o número de negociações aumenta nos dias anteriores à divulgação das demonstrações contábeis, atinge o ápice no dia da evidenciação e depois reduz à medida que o tempo passa.

Tabela 9 - Variação na quantidade de títulos negociados

Janelas de evento	Média	Erro padrão	Estatística - t	Wilcoxon
15 dias (D-7, D+7)	-1372,541	391,007	-3,510***	-4,058***
13 dias (D-6, D+6)	-995,090	447,684	-2,223**	-3,953***
11 dias (D-5, D+5)	-875,766	463,933	-1,888*	-3,492***
9 dias (D-4, D+4)	-1186,340	515,104	-2,303**	-4,017***
7 dias (D-3, D+3)	-1545,135	555,158	-2,783***	-4,233***
5 dias (D-2, D+2)	-1495,399	547,942	-2,729***	-3,457***
3 dias (D-1, D+1)	-2066,474	708,157	-2,918***	-3,593***
1 dia (D-1, D)	-5834,276	877,255	-6,651***	-9,674***
1 dia (D, D+1)	3767,802	578,072	6,518***	-8,051***

Fonte: Dados de pesquisa.

*** 1%, ** 5%, *10%

Diante do exposto, nota-se que as demonstrações contábeis contribuem para a existência de variações nos preços das ações, no volume de negociações e na quantidade de títulos negociados nos dias próximos à data de sua divulgação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve o objetivo de identificar como a divulgação das demonstrações contábeis afeta o comportamento do mercado de capitais brasileiro. Para tanto, houve a coleta dos preços das ações de 64 empresas pertencentes ao IBOVESPA no quarto trimestre de 2018 e no primeiro e segundo trimestres de 2019.

De modo geral, notou-se que houve uma variação significativa nos valores das ações nas datas próximas à divulgação das demonstrações contábeis. Além disso, verificou-se que os preços médios e máximos das ações tendem a aumentar em datas próximas à divulgação das demonstrações contábeis e que, após a divulgação, estes valores apresentam tendência de queda. Quanto ao número de títulos negociados e volume de negócios, este estudo identificou que eles aumentam consideravelmente nas datas que antecedem à divulgação das demonstrações contábeis, ou seja, no período de D-7 a D. Notou-se, também, que o maior registro de negociações ocorre no dia da divulgação das demonstrações financeiras e que, na janela D+1 à D+7, houve uma queda no número de títulos negociados, bem como no volume de negócios.

Os resultados são relevantes visto que as variações observadas no número de títulos negociados, volume de negócios e mesmo nos preços máximos atingidos das ações podem indicar a existência de significativa expectativa do mercado pelo conteúdo informativo das demonstrações contábeis. Por outro lado, é necessário considerar também a influência dos *traders* no comportamento do mercado no período anterior e posterior à divulgação das demonstrações contábeis.

Os resultados contribuem para investidores, analistas e demais interessados no desempenho das ações das companhias abertas brasileiras por evidenciar que há uma reação significativa do mercado com relação à divulgação das demonstrações contábeis, o que indica um forte indicativo da importância do conteúdo de tais informações.

A presente pesquisa se limitou pela abordagem de 64 companhias cujas ações são muito negociadas na B3. Apesar de considerar que essas empresas são adequadas para o alcance do objetivo dessa pesquisa, é possível apontar que a escolha de outras empresas possa culminar em resultados distintos. Essa pesquisa também se limita pela arbitrariedade na escolha das janelas de evento e dos períodos para a análise da divulgação das demonstrações financeiras. Assim, não é possível generalizar os resultados deste estudo para outras janelas de eventos ou para outros períodos de divulgação de relatórios contábeis.

Para estudos futuros, sugere-se o complemento dos resultados desta pesquisa por meio

da abordagem de companhias menores (*small caps*), de empresas em *turnaround* ou de empresas que não possuem ações com elevada liquidez. Além disso, recomenda-se a realização de estudos que utilizam janelas de eventos com intervalos maiores. Espera-se, assim, que os usuários interessados possam tomar decisões com base na forma que os agentes do mercado financeiro reagem à divulgação de demonstrações financeiras de companhias com distintas características.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAÚJO, R.F.; PENHA, R.S. O impacto das demonstrações contábeis no mercado financeiro: verificação empírica com as empresas listadas no IBEX-50. **Revista Científica Hermes**, n. 11, p. 190-206, jun./dez. 2014.
- BEUREN, I. M. *et al.* **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais: Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2006.
- BOFF, L. H.; PROCIANOY, J. L.; HOPPEN, N. O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 4, p. 169-192, dez. 2006.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. 1997.
- DE CASTRO, R. D.; MARQUES, V. A. Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, vol. 32, n. 1, p. 109-124, jan./abr. 2013.
- EXAME. Como funciona a análise fundamentalista de ações. **Exame**. 2013. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/como-funciona-analise-fundamentalista-acoes-576374/>>. Acesso em: 12 abr. 2019.
- FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25 p. 383-417, 1970.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise dos dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FOLSTER, A. Impacto da evidenciação de *guidance*: um estudo de evento no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador/BA. v.12, n. 2, p.183-200, maio/ago. 2018.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- LANZANA, A. P. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas Brasileiras**. São Paulo: FEA USP, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LIU, W. A liquidity-augmented capital asset pricing model. **Journal of Finance**, v. 82 p. 631-671, 2006.

- LOPES, B. L.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MACKINLAY, A. C. Event studies in economic and finance. **Journal of Economic Literature**. v.XXXV, p.13-39, Mar. 1997.
- MURCIA, F.D.; MACHADO, M.V. Impacto do nível de *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhia abertas no Brasil. **Revista Contabilidade Vista e Revista**. Belo Horizonte, n. 3, p. 54-77, jul./set, 2013.
- SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; COSTA, F. M. O conteúdo informativo da contabilidade: um estudo sobre o impacto da divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro abordando o efeito liquidez. In: Congresso Brasileiro de Finanças, 2006, Vitória/ES, **Anais [...]**. Vitória: SBFIn, 2006.
- SCHIEHL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: Um estudo sobre a variação no preço das Ações**. Porto Alegre: UFRGS, 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1996.
- SILVA FILHO A.C.C. *et al.* Impacto da divulgação das demonstrações financeiras sobre o preço das ações: uma análise na BM&BOVESPA. **Revista CCEI-URCAMP**. v.18, n.33, 2014.
- TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impactos na divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes da Bovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.
- TAUHATA, S. B3 ultrapassa marca de 1 milhão de investidores em março. **Valor Econômico**, Abr. 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6208485/b3-ultrapassa-marca-de-1-milhao-de-investidores-em-marco>. Acesso em: 15 mai. 2019.
- TERRA, P.R.S.; LIMA, J.B.N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, n. 42, p. 35-49, set./dez. 2006.
- TERTULIANO, F. A. *et al.* **Full Disclosure: Como aperfeiçoar o relacionamento das empresas abertas com o mercado de capitais**. São Paulo: Maltese, 1993.