

## IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS SOBRE OS PREÇOS DAS AÇÕES: Uma Análise na BM&FBOVESPA

[Augusto Cezar da Cunha e Silva Filho<sup>1</sup>](#), [Antonio Bruno da Silva<sup>2</sup>](#), [Lucas Lúcio Godeiro<sup>3</sup>](#), [Azamor Cirne Azevedo Filho<sup>4</sup>](#)

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo verificar se a divulgação das demonstrações financeiras das quatro maiores empresas de capital aberto, do setor de “Comércio”, impactam os preços das suas ações. De fato, o propósito deste artigo é verificar o conteúdo informacional das demonstrações financeiras para o mercado acionário brasileiro. A metodologia de Estudo de Eventos (*Study of Event*), proposta por Campbell, Lo e MacKinlay (1997), foi usada para identificar a ocorrência de retornos anormais significativos após a divulgação dos relatórios financeiros referentes ao primeiro trimestre de 2014. A hipótese nula ( $H_0$ ) testada foi: *A divulgação das demonstrações financeiras não causa alteração nos preços das ações das entidades analisadas*. E a hipótese alternativa ( $H_1$ ): *A divulgação das demonstrações financeiras causa alteração nos preços das ações das entidades analisadas*. Os resultados alcançados demonstraram que as informações financeiras dos relatórios contábeis exercem um impacto significativo nos preços das ações, em três das quatro empresas analisadas.

**Palavras-chaves:** Demonstrações Financeiras, Retorno Anormal e Estudo de Eventos.

## IMPACT OF DISCLOSURE OF FINANCIAL STATEMENTS ON STOCK PRICE: An Analysis on the BM&FBOVESPA

### ABSTRACT

This article aims to examine if the disclosure of the financial statements of the four largest publicly traded companies, the "trade" sector, impacting the prices of their shares. In fact, the purpose of this article is to verify the information content of the financial statements for the Brazilian stock market. The study methodology of events, propose of Campbell, Lo e MacKinlay (1997), was used to identify the occurrence of significant abnormal reports after the announcement of financial reports for the first quarter of 2014. The null hypothesis ( $H_0$ ) tested was: *The dissemination of financial statements does not cause changes in stock prices entities analyzed*. And the alternative hypothesis ( $H_1$ ): *The disclosure of financial statements because changes in stock prices of the entities analyzed*. The results reached showed that the financial information of financial reporting have a significant impact on stock prices, in three of the four companies analyzed.

**Keywords:** Financial Statements, Abnormal Reports and Events Study.

## 1. INTRODUÇÃO

Iudícibus (2010) define, resumidamente, que o objetivo básico da Contabilidade é fornecer informações econômicas úteis para os mais variados usuários, de forma que propiciem tomadas de decisões racionais.. Nesse sentido, o conjunto de informações a ser divulgada por uma entidade compreende os relatórios contábeis ou demonstrativos contábeis, que têm como objetivo retratar a situação do patrimônio e suas mutações ocorridas em um determinado período de tempo (IUDÍCIBUS, 2010).

Tratando especificamente de tomada de decisão em ambientes de mercado de capitais, Oliveira e Rech (2012) afirmam, que naquele ambiente, as decisões são tomadas para o futuro, em situações de incerteza, fazendo com que a função da contabilidade seja o de diminuir o desnível informacional, uma vez que os investidores e organizadores possuem níveis de informação diferenciados (OLIVEIRA; RECH, 2012). Portanto, pode-se verificar que a utilidade informacional leva à eficiência de mercado (FAMA, 1970), tendo a contabilidade uma função de extrema importância no relacionamento das entidades e seus acionistas.

Para Lopes e Martins (2007), a informação contábil e a variação dos valores dos títulos negociados na bolsa de valores é fundamental, visto que os valores de mercado refletem as expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro micro e macro econômico. Dessa forma, ainda na visão dos autores, a ligação entre a informação divulgada pela contabilidade e esses valores mostra que a perspectiva dos agentes está sendo modificada, revelando, assim, que as demonstrações contábeis transmitem um conteúdo informativo inédito para o mercado (LOPES; MARTINS, 2007).

Diante do exposto, a presente pesquisa presta-se a responder ao seguinte questionamento: ***A divulgação das demonstrações contábeis das quatro maiores empresas do setor de Comércio, listadas na BM&FBOVESPA, afeta o preço de suas ações?***

Portanto, este estudo tem por objetivo averiguar, por meio da metodologia de estudo, se, após a divulgação das demonstrações contábeis, o preço das ações das empresas analisadas sofrem alterações. Além disso, este artigo tem o propósito de avaliar a eficiência da informação no mercado financeiro brasileiro e, conseqüentemente, contribuir para uma melhor compreensão do comportamento dos preços das ações.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. Eficiência de Mercado**

Uma das principais discussões na área de finanças corporativas refere-se à hipótese de mercados eficientes (HME). No que se refere ao seu aspecto teórico, a HME está relacionada aos estudos sobre a análise do comportamento dos preços dos títulos nos mercados acionários (FAMA, 1970; MALKIEL, 2003).

Na visão de Malkiel (2003), um mercado pode ser considerado eficiente quando não houver possibilidade de se utilizar de discrepâncias entre os preços dos ativos, com o objetivo de se auferir ganhos anormais por meio de papéis “subavaliados”. Assim, tornando-se impossível, sob a égide da hipótese de mercados eficientes, obter retornos anormais por meio de informações já publicadas, pois tais informações seriam instantaneamente incorporadas aos preços (MALKIEL, 2003).

Nesse mesmo sentido, Fama (1970, 1991) propôs, pioneiramente que o conjunto de informações inserido em um mercado de capitais, pode ser caracterizado de três formas diferentes de eficiência. Vale salientar que tal classificação é feita conforme a velocidade que as informações afetam os preços das ações, uma vez que certas informações podem afetar os preços mais rapidamente do que outras. Sendo assim, Fama (1970, 1991) classificou as formas de eficiências em três níveis: mercado eficiente na forma fraca, semiforte e forte,

Para analisar a eficiência de mercado em sua forma semiforte, são utilizados testes que buscam verificar a velocidade na qual os preços das ações se ajustam às novas informações divulgadas, tais como: anúncios de lucros ou prejuízos, pagamento de dividendos, fusões, aquisições, etc. A metodologia mais utilizada no teste da eficiência na forma semiforte são os estudos de eventos, que é justamente a utilizada nesta pesquisa, cujo foco são os retornos anormais das ações identificados em torno da data do anúncio de alguma informação relevante (FAMA, 1991).

### **2.2. Conteúdo Informacional da Contabilidade**

A área de estudo sobre a relevância das informações contábeis para os mercados de capitais tem sido considerada uma das mais promissoras e de maior objeto de estudo nos últimos anos (HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; BEAVER, 2002). De acordo com Kothari (2001), já haviam sido publicados cerca de 1.000 artigos sobre *value relevance* nos principais *Journals* acadêmicos, entre os anos de 1980 a 2000.

Vale salientar que, segundo alguns autores internacionais (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; BROWN; LO; LYS, 1999; COLLINS; MAYDEW; WEISS, 1997), as pesquisas sobre o conteúdo das informações contábeis em mercados de ações, geralmente,

examinam a relação entre o resultado contábil e os preços das ações, com o objetivo de verificar o impacto da magnitude dos lucros sobre as variações dos preços das ações.

Os primeiros estudos sobre a relação entre as informações contábeis e os preços das ações foram desenvolvidos por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), em que inauguraram uma linha de pesquisa em contabilidade. Ball e Brown (1968) encontraram evidências de que os lucros contábeis divulgados refletem fatores que afetam o preço das ações e são potencialmente úteis quando da formação dos preços das ações, ou seja, a informação sobre o lucro foi *value relevant*.

Outras pesquisas posteriores (BEAVER; CLARKE; WRIGHT, 1979; WILSON, 1987; LOBO; SONG, 1989) também buscaram verificar o impacto da divulgação das demonstrações financeiras nos preços das ações, onde constataram que o mercado antecipa o conteúdo das demonstrações contábeis à data de sua divulgação. Outros trabalhos (FOSTER *et al*, 1986; HOULTHAUSEN; VERRECHIA, 1990; CREADY; MYNATT, 1991) investigaram a variação do volume de transações em torno da data da divulgação dos relatórios contábeis, onde constataram influências significativas no volume de transações próximo a data do evento de divulgação.

No Brasil, alguns estudos (SCHIEHLL; 1996; PRUX JUNIOR; 1998; BERNARDO; 2001; LOPES, 2001; SARLO NETO *et al*, 2005; SANTOS; LUSTOSA, 2008; REZENDE *et al*; 2010), que relacionaram o impacto da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais, apresentaram resultados indicando que a divulgação das demonstrações contábeis é relevante, ou seja, os retornos anormais no período em torno da data do evento foram estatisticamente significativos. Por outro lado, outros trabalhos investigaram se os retornos anormais das ações são sensíveis à outras informações como, por exemplo, o tipo de ação, controle acionário, liquidez (SARLO NETO *et al*; 2009), processo de avaliação (LOPES, 2004), setores específicos (OKIMURA; SOUSA, 2004), nível de governança corporativa (DALMÁCIO; REZENDE. 2008) etc.

Os trabalhos citados e os efeitos obtidos evidenciam que a informação contábil ocupa papel significativo no comportamento dos mercados de capitais. Dessa forma, investigar o impacto da divulgação das demonstrações contábeis na precificação das quatro maiores empresas do setor de Comércio, listadas na BM&FBOVESPA, é uma forma de melhor entender seu funcionamento e gerar elementos para um modelo de previsão de retornos.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1. Caracterização da Pesquisa**

Quanto à caracterização da pesquisa, optou-se por um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (2002, p.34), “[...] são abordagens que apresentam em comum a utilização de

técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

### 3.2. Estudo de Eventos

Os procedimentos básicos para realização de um estudo de evento são descritos por Mackinlay (1997) e Campbell, Lo e Mackinlay (1997), quais sejam: Definição do Evento, Seleção da Amostra, Medição do Retorno Anormal, Procedimento de Estimação, e Procedimento de Teste.

**1) Definição do evento e da janela do evento:** A tarefa inicial da condução de um evento de estudo é definir o evento de interesse e identificar o período sobre o qual os preços dos ativos das firmas envolvidas neste evento vão ser examinados, ou seja, a janela do evento (*the event window*). No presente estudo, o evento é a data de divulgação das demonstrações financeiras referentes ao primeiro trimestre de 2014. A janela do evento contempla 10 pregões, pois, conforme Camargo e Barbosa (2003), a janela do evento não pode ser muito extensa, e englobar outros eventos que prejudicasse os valores obtidos, e nem muito curta, com o objetivo de não capturar anomalias nos preços das ações.

**2) Seleção da Amostra:** Considerou-se como critério de seleção as empresas de capital aberto, listadas na BMF&BOVESPA, que possuem uma representatividade acima de zero do índice Ibovespa e que estão listadas do setor de Comércio. Dessa forma, considerando os critérios anteriores, foram analisadas 4 empresas diferentes: Natura, B2W, Lojas Renner e Pão de Açúcar.

**3) Medição do retorno anormal:** Para avaliar o impacto de um evento é necessário uma medida de retorno anormal. O retorno anormal é o retorno no período da janela do evento menos o retorno esperado para este período, se o evento não tivesse ocorrido, ou seja, o retorno normal. Dessa forma, o retorno anormal de uma dada empresa  $i$  em uma data de evento  $t$  é dado pela fórmula:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}/IBOVESPA]$$

Onde,  $AR_{it}$ ,  $R_{it}$  e  $E(R_{it}|R_{mt})$  representam, respectivamente, retorno anormal, retorno real e retorno normal da empresa  $i$ , no período  $t$ , com base nas informações do índice de mercado ( $R_m$ ).

Segundo Mackinlay (1997), o modelo de geração do retorno normal, também conhecido como Modelo de Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado), é um dos modelos estatísticos que relacionam linearmente o retorno da ação à carteira de mercado, que nesse estudo será representado pelo Ibovespa (MACKINLAY, 1997). Sendo assim, a fórmula utilizada para o cálculo do retorno normal é:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Onde,  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  são os parâmetros individuais estimados através dos mínimos quadrados ordinários, sendo estimados fora da janela do evento. O período utilizado para estimar o retorno normal denomina-se janela de estimação, que segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), deve ser de, no mínimo, 120 dias. Na presente pesquisa, a janela de estimação foi composta dos 128 pregões anteriores à janela do evento. Nos dias em que não ocorreram negociações e, portanto, não houveram cotações, foram estimadas as cotações por meio do software *OxMetrics 6*.

**4) Procedimentos de Estimação:** Uma vez que o modelo de desempenho normal foi bem selecionado, os parâmetros do modelo devem ser estimados usando um subconjunto dos dados conhecidos como janela de estimação. A escolha mais comum, quando possível, usar o período anterior à janela do evento. A janela de estimação de 128 pregões foi utilizada para o cálculo do retorno normal nos eventos analisados.

**5) Procedimentos de Teste:** De posse dos parâmetros estimados para o desempenho normal do ativo, os retornos “anormais” puderam ser calculados. Assim sendo, foi desenvolvida uma estrutura de testes para esses retornos. De consideração importante é a definição da hipótese nula, que no caso da presente pesquisa, é que não existem retornos anormais. Assim, a investigação busca identificar se os preços das ações sofreram variações significativas quando da divulgação das demonstrações contábeis. A hipótese nula e alternativa segue abaixo, respectivamente:

$H_0$ : A divulgação das demonstrações financeiras não causam alterações nos preços das ações na bolsa de valores.

$H_1$ : A divulgação das demonstrações financeiras causam alterações nos preços das ações na bolsa de valores.

### 3.3. Coleta de Dados

Quanto à coleta dos dados, a primeira etapa consistiu em levantar as datas em que as entidades analisadas divulgaram os demonstrativos contábeis, sendo considerada esta a data do evento. Para tanto, consultou-se os próprios *site*, das entidades pesquisadas, na ferramenta “Relacionamento com os Investidores”.

Identificadas as datas da divulgação dos demonstrativos contábeis, utilizou-se o banco de dados do Economática®, para coletar as cotações diárias de fechamento das empresas, bem como a do índice Ibovespa, utilizado como *proxy* do retorno do mercado.

## 4. ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1. B2W S.A

O primeiro caso analisado foi o da empresa B2W S.A. A divulgação dos seus relatórios financeiros, referentes ao primeiro trimestre de 2014, ocorreu no dia 08 de Maio do ano corrente. Vale salientar que, o presente estudo utilizou-se como janela do evento um tamanho variado, indo de -10 a +10 pregões em torno da data do evento.

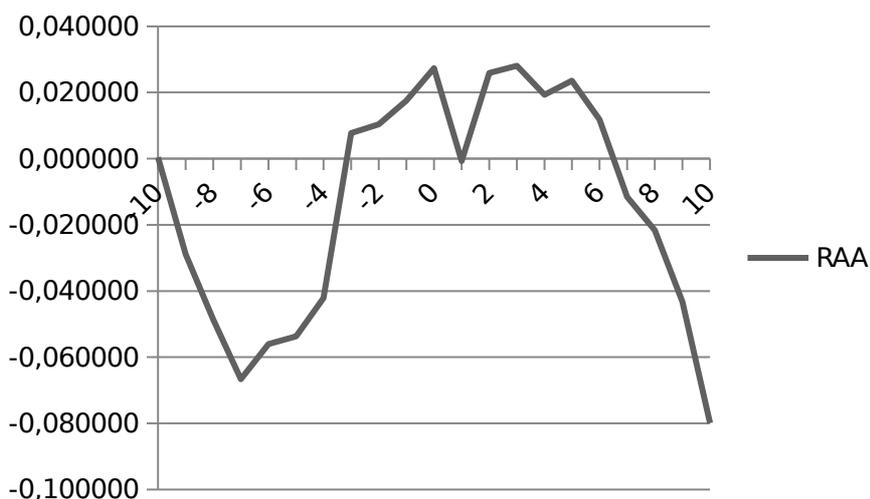
Tabela 1 – Retorno Anormal Acumulado da B2W S.A

Tabela 1: Janela (10:10)						
Data	Actual Return	Estimated Return	Abnormal Return	t-values	Ret. Anormal Acumulado (RAA)	Teste T RAA
24/04/2014	0,000000	-0,000455	0,000455	0,010574	0,000455	0,010574
25/04/2014	-0,013766	0,015550	-0,029316	-0,681138	-0,028861	-0,67056
28/04/2014	-0,017983	0,001803	-0,019785	-0,459698	-0,048646	-1,13026
29/04/2014	-0,008097	0,009874	-0,017971	-0,417555	-0,066617	-1,54782
30/04/2014	0,007290	-0,003307	0,010597	0,246227	-0,056020	-1,30159
01/05/2014	0,007438	0,005104	0,002334	0,054239	-0,053685	-1,24735
02/05/2014	0,007383	-0,004182	0,011565	0,268698	-0,042121	-0,97865
05/05/2014	0,040902	-0,008941	0,049842	1,158064	0,007722	0,17941
06/05/2014	0,004190	0,001513	0,002677	0,062198	0,010399	0,241608
07/05/2014	0,018453	0,011326	0,007127	0,165588	0,017525	0,407196
08/05/2014	0,011132	0,001313	0,009819	0,228133	0,027344	0,635328
09/05/2014	-0,020504	0,007504	-0,028008	-0,650755	-0,000664	-0,01543
12/05/2014	0,020504	-0,006098	0,026602	0,618092	0,025938	0,602665
13/05/2014	0,011739	0,009584	0,002155	0,050078	0,028094	0,652743
14/05/2014	-0,010264	-0,001518	-0,008746	-0,203201	0,019348	0,449542
15/05/2014	-0,005172	-0,009381	0,004210	0,097809	0,023558	0,547351
16/05/2014	-0,003339	0,008391	-0,011730	-0,272540	0,011828	0,274811
19/05/2014	-0,014222	0,009146	-0,023367	-0,542931	-0,011540	-0,26812
20/05/2014	-0,009088	0,001020	-0,010107	-0,234837	-0,021647	-0,50296
21/05/2014	-0,021531	0,000046	-0,021577	-0,501328	-0,043224	-1,00429
22/05/2014	-0,012908	0,023767	-0,036675	-0,852126	-0,079899	-1,85641

Fonte: Elaboração própria.

Conforme os resultados da Tabela 1, percebe-se que o efeito da divulgação das demonstrações contábeis não foi significativo, uma vez que os retornos anormais acumulados (RAA) apresentou sinal negativo (-0,079899) e insignificante (*Teste T* = -1,85641). Portanto, não há evidências de que a divulgação das demonstrações contábeis da empresa B2W S.A contribui significativamente para a alteração do preço de suas ações, indicando que o efeito deste evento é previsto pelo mercado.

Figura 1 – Gráfico do Retorno Anormal Acumulado na Janela (10:10) na empresa B2W S.A



Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 1 mostra o comportamento do retorno anormal acumulado nos 10 dias antes do evento e 10 dias posterior ao evento. Assim, verifica-se que, após a data do evento (data 0), há um leve aumento nos retornos anormais positivos e, em seguida, no quinto dia após o evento observa-se uma queda acentuada.

#### 4.2. NATURA S.A

O segundo caso analisado foi a da empresa Natura S.A. A divulgação dos seus relatórios financeiros, referentes ao primeiro trimestre de 2014, ocorreu no dia 23 de Abril de 2014. Vale destacar que, a presente pesquisa tomou como análise, assim como no primeiro caso, a janela que representa as cotações dez dias antes e dez dias depois ao evento (10:10).

Tabela 2 – Retorno Anormal Acumulado da Natura S.A

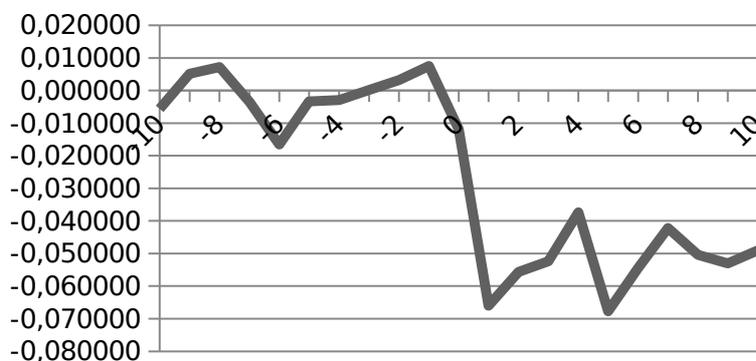
Tabela 2: Janela (10:10)						
Data	Actual Return	Estimated Return	Abnormal Return	t-values	Ret. Anormal Acumulado (RAA)	Teste T RAA
09/04/2014	-0,002679	0,002927	-0,005607	-0,341989	-0,005607	-0,34199
10/04/2014	0,006321	-0,004419	0,010740	0,655146	0,005134	0,313157
11/04/2014	-0,002427	-0,004506	0,002080	0,126847	0,007213	0,440004
14/04/2014	-0,009275	0,001453	-0,010728	-0,654386	-0,003515	-0,21438
15/04/2014	-0,016815	-0,003745	-0,013071	-0,797295	-0,016585	-1,01168
16/04/2014	0,014852	0,001577	0,013274	0,809712	-0,003311	-0,20196
17/04/2014	0,000246	-0,000128	0,000374	0,022816	-0,002937	-0,17915
18/04/2014	0,003240	0,000097	0,003143	0,191707	0,000206	0,012558
21/04/2014	0,003125	0,000093	0,003031	0,184916	0,003237	0,197474
22/04/2014	0,004385	0,000090	0,004296	0,262045	0,007533	0,459518
23/04/2014	-0,024103	-0,004639	-0,019465	-1,187315	-0,011931	-0,7278
24/04/2014	-0,054482	-0,000462	-0,054020	-3,295117	-0,065951	-4,02291
25/04/2014	0,009940	-0,000349	0,010289	0,627588	-0,055663	-3,39532
28/04/2014	0,005451	0,002130	0,003321	0,202596	-0,052341	-3,19273
29/04/2014	0,015413	0,000424	0,014988	0,914269	-0,037353	-2,27846
30/04/2014	-0,026868	0,003477	-0,030345	-1,850979	-0,067698	-4,12944

01/05/2014	0,013553	0,000281	0,013272	0,809547	-0,054426	-3,31989
02/05/2014	0,012550	0,000275	0,012275	0,748742	-0,042151	-2,57115
05/05/2014	-0,006912	0,001330	-0,008242	-0,502721	-0,050393	-3,07387
06/05/2014	-0,000771	0,001826	-0,002597	-0,158435	-0,052990	-3,23231
07/05/2014	0,009467	0,005537	0,003929	0,239678	-0,049061	-2,99263

Fonte: Elaboração própria.

Conforme os resultados da Tabela 2, compreende-se que o efeito da divulgação contábil foi significativo nos preços das ações da Natura S.A. Na janela, o retorno anormal acumulado apresentou sinal negativo (-0,049061), porém significativo (*Teste T* = -2,99263), mostrando um impacto estatisticamente significativo nas cotações. Assim sendo, como há sinais de que a divulgação das demonstrações contábeis contribui significativamente na alteração do preço de suas ações, pode-se afirmar que as demonstrações contábeis possuem poder informacional para os investidores da Natura S.A (BEAVER; CLARKE; WRIGHT, 1979; CREADY, W. M.; MYNATT, 1991; BROWN; LO; LYS, 1999). Portanto, pode-se afirmar que o efeito deste evento não é previsto pelo mercado, o que presume que não ocorreu vazamento de informação, ou seja, informação privilegiada (FAMA, 1970).

Figura 2 – Gráfico do Retorno Anormal Acumulado na Janela (10:10) na empresa Natura S.A



Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 2 mostra o comportamento do retorno anormal acumulado das ações da Natura S.A, onde o período de abrangência é referente a 10 dias antes e 10 dias depois ao evento. Ao visualizarmos o Gráfico 2, observa-se que na divulgação (data zero) acontece um declínio significativo dos retornos anormais, o que torna evidente que não ocorreu vazamento de informações (FAMA. 1970).

#### 4.3. PÃO DE AÇÚCAR S.A

O terceiro caso analisado foi a entidade Pão de Açúcar S.A. A divulgação das suas demonstrações financeiras, referente ao primeiro trimestre de 2014, ocorreu no dia 29 de Abril de 2014. Assim como nos casos analisados anteriormente, utilizou-se a janela de estimação para 10 dias antes e 10 dias depois ao evento. Os resultados alcançados podem ser observados na Tabela 3.

Tabela 3 – Retorno Anormal Acumulado do Grupo Pão de Açúcar S.A

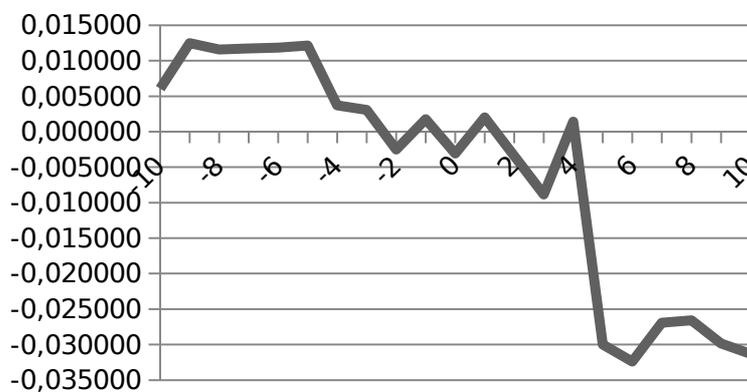
<b>Tabela 3: Janela (10:10)</b>						
<b>Data</b>	<b>Actual Return</b>	<b>Estimated Return</b>	<b>Abnormal Return</b>	<b>t-values</b>	<b>Ret. Anormal Acumulado (RAA)</b>	<b>Teste T RAA</b>
15/04/2014	-0,006936	-0,013016	0,006080	0,602201	0,006080	0,602201
16/04/2014	0,015233	0,008819	0,006414	0,635240	0,012494	1,237441
17/04/2014	0,009668	0,010562	-0,000894	-0,088549	0,011600	1,148892
18/04/2014	-0,000407	-0,000546	0,000139	0,013796	0,011740	1,162688
21/04/2014	-0,000175	-0,000283	0,000109	0,010752	0,011848	1,17344
22/04/2014	0,000114	-0,000185	0,000299	0,029639	0,012147	1,20308
23/04/2014	-0,012900	-0,004461	-0,008439	-0,835822	0,003708	0,367258
24/04/2014	0,002366	0,002998	-0,000631	-0,062533	0,003077	0,304725
25/04/2014	-0,010168	-0,004601	-0,005567	-0,551348	-0,002490	-0,24662
28/04/2014	0,004384	0,000125	0,004259	0,421770	0,001768	0,175147
29/04/2014	0,000380	0,005228	-0,004848	-0,480105	-0,003079	-0,30496
30/04/2014	0,002848	-0,002243	0,005091	0,504212	0,002012	0,199253
01/05/2014	0,002508	0,007939	-0,005431	-0,537864	-0,003419	-0,33861
02/05/2014	0,002220	0,007657	-0,005437	-0,538463	-0,008856	-0,87707
05/05/2014	0,015632	0,005331	0,010301	1,020225	0,001445	0,143152
06/05/2014	-0,027626	0,003831	-0,031457	-3,115524	-0,030012	-2,97237

07/05/2014	0,000765	0,003154	-0,002390	-0,236703	-0,032402	-3,20908
08/05/2014	-0,001243	-0,006736	0,005494	0,544095	-0,026908	-2,66498
09/05/2014	-0,003065	-0,003391	0,000325	0,032228	-0,026583	-2,63275
12/05/2014	0,007360	0,010641	-0,003280	-0,324885	-0,029863	-2,95764
13/05/2014	-0,002861	-0,001411	-0,001450	-0,143584	-0,031313	-3,10122

Fonte: Elaboração própria.

Conforme os resultados da Tabela 3, compreende-se que o efeito da divulgação contábil foi significativo nos preços das ações do Pão de Açúcar S.A. Na janela de estimação, o retorno anormal acumulado apresentou sinal negativo (-0,0313313), porém significativo (*Teste T* = -3,10122), mostrando um impacto estatisticamente significativo nas cotações. Assim sendo, como há sinais de que a divulgação das demonstrações contábeis contribui significativamente na alteração do preço de suas ações, pode-se afirmar que as demonstrações contábeis possuem poder informacional para os investidores do Pão de Açúcar S.A (BEAVER; CLARKE; WRIGHT, 1979; CREADY, W. M.; MYNATT, 1991; BROWN; LO; LYS, 1999). Portanto, pode-se afirmar que o efeito deste evento não é previsto pelo mercado, o que presume que não ocorreu vazamento de informação, ou seja, informação privilegiada (FAMA, 1970).

Figura 3 – Gráfico do Retorno Anormal Acumulado na janela (10:10) do Pão de Açúcar S.A



Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 3 expressa o comportamento do retorno anormal acumulado (RAA) das ações do Pão de Açúcar, na janela (10:10). Na figura observa-se que existe um aumento negativo dos retornos anormais, em torno da data do evento, indicando que a divulgação das demonstrações contábeis do Pão de Açúcar S.A contribuiu para uma mudança relevante nos preços das ações.

#### 4.4 LOJAS RENNER S.A

O último caso analisado foi o das Lojas Renner S.A. A divulgação dos seus relatórios financeiros, referente ao primeiro trimestre de 2014, ocorreu no dia 29 de Abril do ano corrente.

Vale salientar que, o estudo considerou a janela de estimação 10 antes e depois da data do evento, assim como nos exemplos anteriores. Os resultados alcançados podem ser visualizados na Tabela 4.

Tabela 4 – Retorno Anormal Acumulado das Lojas Renner S.A

Tabela 4: Janela (10:10) Renner						
Data	Actual Return	Estimated Return	Abnormal Return	t-values	Ret.Anormal Acumulado (RAA)	Teste T RAA
15/04/2014	-0,011563	-0,018628	0,007065	0,570736	0,007065	0,570736
16/04/2014	0,015335	0,012283	0,003052	0,246531	0,010117	0,817267
17/04/2014	0,013712	0,014751	-0,001040	-0,083979	0,009078	0,733288
18/04/2014	0,002694	-0,000975	0,003669	0,296402	0,012747	1,02969
21/04/2014	0,002687	-0,000602	0,003290	0,265737	0,016037	1,295427
22/04/2014	0,002680	-0,000464	0,003144	0,253976	0,019181	1,549403
23/04/2014	-0,016465	-0,006516	-0,009948	-0,803608	0,009232	0,745795
24/04/2014	-0,003960	0,004042	-0,008003	-0,646461	0,001230	0,099334
25/04/2014	-0,005890	-0,006715	0,000825	0,066619	0,002054	0,165953
28/04/2014	-0,002078	-0,000024	-0,002054	-0,165896	0,000001	5,68E-05
29/04/2014	0,030723	0,007199	0,023524	1,900238	0,023524	1,900295
30/04/2014	0,017686	-0,003377	0,021063	1,701489	0,044588	3,601784
01/05/2014	0,015729	0,011037	0,004692	0,379044	0,049280	3,980827
02/05/2014	0,015486	0,010638	0,004847	0,391563	0,054127	4,37239
05/05/2014	-0,018792	0,007345	-0,026138	-2,111390	0,027990	2,261001
06/05/2014	0,001805	0,005222	-0,003416	-0,275981	0,024573	1,98502
07/05/2014	-0,007997	0,004264	-0,012261	-0,990455	0,012312	0,994565
08/05/2014	0,007396	-0,009738	0,017134	1,384058	0,029446	2,378623
09/05/2014	-0,010582	-0,005002	-0,005580	-0,450765	0,023866	1,927858
12/05/2014	0,030090	0,014862	0,015228	1,230077	0,039093	3,157935
13/05/2014	0,002798	-0,002200	0,004998	0,403721	0,044091	3,561656

Fonte: Elaboração própria.

Conforme os resultados da Tabela 4, compreende-se que o efeito da divulgação contábil foi significativo nos preços das ações das Lojas Renner S.A. Na janela de estimação, o retorno anormal acumulado apresentou sinal positivo (0,044091) e significativo (*Teste T* = 3,561656), mostrando um impacto estatisticamente significativo nas cotações. Assim sendo, como há sinais de que a

divulgação das demonstrações contábeis contribui significativamente na alteração do preço de suas ações, pode-se afirmar que as demonstrações contábeis possuem poder informacional para os investidores das Lojas Renner S.A (BEAVER; CLARKE; WRIGHT, 1979; CREADY, W. M.; MYNATT, 1991; BROWN; LO; LYS, 1999). Portanto, pode-se afirmar que o efeito deste evento não é previsto pelo mercado, o que presume que não ocorreu vazamento de informação, ou seja, informação privilegiada (FAMA, 1970).

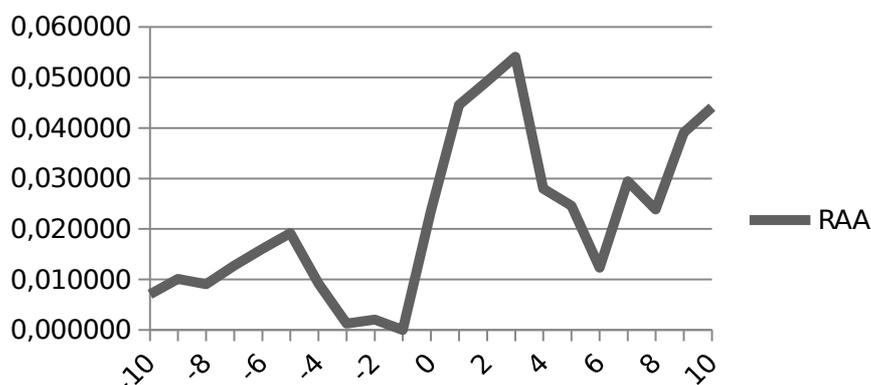


Figura 4 – Gráfico do

Retorno Anormal Acumulado na janela (10:10) da Renner S.A.

Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 4 mostra o comportamento do retorno anormal acumulado das ações DAS Lojas Renner na janela de estimação (10:10). Ao observamos a trajetória da figura 4, percebemos uma variação positiva após a data da divulgação dos relatórios, representado por 0 no gráfico. Outro fato interessante foi o crescimento acentuado nos dois primeiros dias após o evento.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Utilizando a metodologia de Estudo de Eventos (*Study of Events*), este trabalho teve como propósito investigar se a divulgação das demonstrações contábeis das quatro maiores empresas de capital aberto, do setor de “Comércio”, impactaram significativamente os preços de suas cotações

diárias. De forma geral, procurou-se identificar a eficiência do mercado de capitais, a fim de encontrar evidências de como os investidores reagem ao conteúdo do conjunto de relatórios financeiros.

Dessa forma, conclui-se que, na janela de estimação proposta, o retorno anormal acumulado de três empresas analisadas (Pão de Açúcar S.A, Lojas Renner S.A e Natura S.A) apresentaram significância estatística, indicando que suas demonstrações contábeis possuem conteúdo informacional para seus investidores. Por outro lado, apenas o retorno anormal acumulado da entidade B2W S.A não apresentou significância estatística, não permitindo, assim, afirmar que a divulgação das demonstrações contábeis impactou os preços de suas ações.

Em suma, os resultados da pesquisa evidenciam que a divulgação das demonstrações contábeis é relevante, ou seja, os retornos anormais no período em torno da data do evento foram estatisticamente significativos. Contudo, vale salientar que as evidências aqui apresentadas se limitam a amostra estudada e a metodologia empregada. Sendo assim, tais resultados não podem ser generalizados para as demais companhias. Sugere-se para futuras pesquisas a ampliação da amostra aqui estudada e a ampliação do estudo para outros mercados, tais como Estados Unidos, Europa, dentre outros.

## 6. REFERÊNCIAS

- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 3, p. 159-178, 1968.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, p. 77-104. 2001.
- BEAVER, W. H. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, p. 320-332, 2002.
- BEAVER, W. H.; CLARKE, R.; WRIGHT, W. F. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 17, p. 316-340, 1979.
- BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**: um estudo de evento. 2001. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- BRITO, G. A. S.; LOPES, A. B. A relevância da informação contábil no mercado de ações brasileiro: uma análise informação societária e informação corrigida. In: ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXXII,. 2008, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008a.
- BROWN, S. J.; LO, K.; LYS, T. Use of R<sup>2</sup> in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. **Journal of Accounting and Economics**. v.28, p. 83-115. 1999.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Estudo de eventos: teoria e operacionalização**. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, n. 3, jul-set 2003;
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. - “**The Econometrics of Financial Markets**”, 1997.

- COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p.39-67, 1997.
- CREADY, W. M.; MYNATT, P. G. The information Content of Annual Reports: A Price and Trading Response Analysis. *The Accounting Review*, v. 66, n. 2, p. 291-312, 1991.
- DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J. A Relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências no mercado acionário brasileiro. **Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. p 163-174, set/dez. 2008.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMA, E.F. Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.
- FOSTER, G.; OLSEN, C.; SHEVLIN. T. Earnings releases, anomalies and the behavior of security returns. **The Accounting Review**, v. 59, p. 574-603, 1986.
- HOLTHAUSEN, R. L; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, p. 3-75, May. 2001.
- HOLTHAUSEN, R.; VERRECHIA, R. The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior. *The Accounting Review*, v. 65, n. 1, 1990.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- KOTHARI, S.P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, p. 105-231, 2001.
- LOPES, A. B. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001, 308 fls. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- LOPES, A. B. Valuation properties of accounting numbers in Brazil. **Corporate Ownership & Control**, United Kingdom, v. 1 p. 31-36, 2004.
- 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.
- MALKIEL, B. G. The Efficient markets hypothesis and its critics. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 59-82, 2003.
- MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- NIYAMA, K. J.; SILVA, C. A. T. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2013.
- OKIMURA, R. T.; SOUSA, A. F. O valor econômico adicionado (EVA) possui maior relação do que o lucro líquido no Brasil? In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVIII.; 2004, Curitiba (PR). **Anais...** Curitiba: ENANPAD, 2004.
- OLIVEIRA, A. T.; RECH, I J. Conteúdo Informativo da Contabilidade. In: LOPES, A. B. (Org). **Contabilidade financeira no Brasil: estudo em homenagem ao professor Eliseu Martins**. São Paulo: Atlas, 2012. p. 31-58.
- PRUX JUNIOR, J. L. **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**. Porto Alegre: UFRGS, 1998. Dissertação (Mestrado em Administração) Faculdade de Ciências Econômicas - Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- REZENDE; A. J.; DALMÁCIO, F. Z.; NILSEN, F. The impacto f non-accrued contingente liability on the equity market value of Brazilian companies. In: AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING AND CONFERENCE ON TACHING AND LEARNING IN ACCOUNTING – AAA, 2010, San Francisco. **Anais...** San Francisco: AAA, 2010.

- SANTOS, M. A. C.; LUSTOSA, P. R. B. O efeito dos componetes do lucro contábil do preço das ações. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1-2, p. 87-103, jan./dez. 2008.
- SARLO NETO, A.; GALDI, F. C.; DALMÁCIO, F. Z.. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. **Revista de Contabilidade e Organização**, v. 3, p. 22-40, 2009.
- \_\_\_\_\_; TEIXEIRA, A. J. C.; LOPES, A. B.; LOSS, L. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças** - USP, São Paulo, n. 37, p. 46-58, Jan./Abr. 2005.
- SCHIEHLL, 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 - UFRGS.
- WILSON, G. P. The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings. *The Accounting Review*, n. 62, p. 293-322, 1987.