

Impacto da Informação Contábil na cotação das ações das companhias abertas em relação aos diferentes níveis de Governança

BRUNA ALVES DA SILVA

Universidade Federal de São Paulo

SIMONE ALVES DA COSTA

Universidade Federal de São Paulo

Resumo

O estudo proposto tem como finalidade analisar se as informações oriundas das demonstrações contábeis são fatores importantes para explicar as variações nas cotações dos três segmentos da B3 voltados às práticas de Governança Corporativa. Utilizou, para isso, a cotação de demonstrações contábeis trimestrais das empresas listadas na Bolsa de valores brasileira nos segmentos de Governança Corporativa durante os anos de 2015 a 2017. Segundo os resultados obtidos com a análise efetuada, observou-se que a divulgação das demonstrações contábeis e o comportamento do retorno das cotações de acordo com o segmento de Governança Corporativa sofrem impactos com a divulgação das demonstrações contábeis. O trabalho contribui explicitando a motivação do Nível 2 de Governança Corporativa, que é um tema menos recorrente, com bases de dados menores e não correlacionadas de seus pares; também, com a pontual diferença entre as classes de ações dentro dos níveis de Governança Corporativa abordados, bem como com a constatação da insignificância de eventos como o período da divulgação (dia da semana), segmento privado ou estatal para explicar o comportamento do retorno.

Palavras chave: Níveis de Governança, Demonstrações Contábeis, Mercado Acionário Brasileiro.

1. Introdução

Os estudos recorrentes envolvendo a Contabilidade se objetivam a descrever e mensurar a importância das informações contábeis que tal ciência social fornece aos investidores para as tomadas de decisões. Morck, Yeung e Yu (2000) comprovaram em estudo nos mercados emergentes que os retornos das ações refletem o nível de informação disponível, confirmando a alta correlação e sincronia entre divulgação e os movimentos das cotações por análises estatísticas.

Visando regulamentar e padronizar as informações fornecidas, os países de maneira generalizada têm adotado as diretrizes expressas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), que elaborou um conjunto de normas para a preparação das demonstrações contábeis. Nesse sentido, o pronunciamento Conceitual Básico (R1) adentra sobre as características que devem atender as informações para as tomadas de decisões econômicas e o objetivo da elaboração das demonstrações contábeis

Neste contexto, a Governança Corporativa auxilia a amenizar os conflitos resultantes da assimetria informacional entre agente e principal, caracterizada por minimizar os prejuízos causados pelos conflitos de interesses entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos

que dependem da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para alinhar os interesses dos gestores aos de todos os acionistas (Silveira, 2004).

Estimulando a adoção destes mecanismos, a Bolsa de valores (B3) oferece às companhias de capital aberto adentrar em segmentos de acordo com os perfis de Governança Corporativa, bem como a migração entre esses patamares conforme estejam de acordo com a adoção de determinados procedimentos.

O trabalho propõe a verificação do impacto no preço das ações após os resultados divulgados pelas companhias nos três níveis de Governança e o comportamento do mercado, partindo da seguinte questão de pesquisa: Qual o impacto da divulgação das demonstrações contábeis e do nível de Governança Corporativa no retorno da ação?

O estudo proposto tem como finalidade analisar se as informações oriundas das demonstrações contábeis são fatores importantes para explicar as variações nas cotações dos três segmentos da B3 voltados às práticas de Governança Corporativa.

O estudo fornece dados sobre o papel das demonstrações contábeis como fator decisório nas transações realizadas no Mercado financeiro, provendo aos analistas e às pesquisas do Mercado de capitais brasileiros uma base do efeito e durabilidade do impacto das divulgações trimestrais obrigatórias no momento em que o mercado absorve as informações nos níveis 1, 2 e Novo Mercado da Bolsa de valores brasileira.

A contribuição esperada deste trabalho é prover bases para compreensão das negociações de ações após a divulgação dos resultados, bem como uma possível motivação para o comportamento dos segmentos da Bolsa de valores, ao serem expostas as variáveis de resultados (lucros e prejuízos), oriundas das divulgações. Ainda, espera-se adicionar aos estudos dessa área de conhecimento mais uma vertente de análise das demonstrações contábeis quanto ao impacto real e mensurável das informações no Mercado de capitais e abrangendo a visão da Governança Corporativa e do comportamento de tomadores e poupadores.

2. Fundamentação Teórica

As pesquisas empíricas voltadas ao Mercado de capitais possuem, em sua maioria, enfoque a segmentos específicos do Mercado financeiro brasileiro. Estudos como de Santos, Machado, Lemes e Rogers (2007), Vasconcelos, Miyashiro e Paulo (2008) e Oliveira, Lopes e Abbade (2010) apresentam como essa temática contempla diversos nichos de pesquisa, entre eles a Governança Corporativa e o processo de formação de preços negociados no Mercado financeiro.

Os temas citados são relevantes para compreensão do estudo proposto. No que tange à Governança Corporativa, os fatores externos são variáveis de atuação direta na precificação dos títulos de valores mobiliários e denotam entre si valores antagônicos pela ótica da assimetria informacional. Os tópicos seguintes apresentam os estudos correlatos a esses temas.

2.1. Governança Corporativa

Com o surgimento da separação entre controle e gestão nas companhias, à medida em que incorreu o desenvolvimento do Mercado de capitais, tornaram-se necessárias políticas e procedimentos para equiponderar a relação entre investidores e gestores. O aporte de novos sócios por meio de emissões de títulos mobiliários e a constante negociação destes

conjecturaram na disseminação dos conflitos de agência e na necessidade dos procedimentos de Governança Corporativa.

Junqueira, Soares, Bressan e Bertucci (2017) discorrem em seu estudo sobre uns dos principais contratemplos enfrentados pelo vínculo de gestores e investidores, o conflito de agência.

Tendo em vista esta relação entre as partes, práticas foram recomendadas para o aumento da transparência entre tomadores e investidores, conhecida popularmente como Governança Corporativa, sendo que os estudos publicados sobre o surgimento desse tema datam as primeiras práticas na segunda metade do século XX.

Com a adoção de práticas de Governança Corporativa em diversas empresas, melhorias foram perceptíveis na comunicação das companhias com seus investidores majoritários e minoritários, gerando benefícios econômicos e de imagem aos que aderem. Silva, Nardi, Martins e Barossi Filho (2016) cita algumas destas consequências:

Segundo a BM&FBOVESPA e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), proporcionam: melhora da imagem institucional, maior demanda das ações, valorização das ações, menor custo de capital, maior grau de proteção aos acionistas não majoritários etc. (Silva, Nardi, Martins, & Barossi Filho, 2016, p. 249).

Os fatores acima mencionados alavancaram a adesão de companhias de capital aberto nos segmentos de Governança Corporativa da Bolsa de valores brasileira e consolidaram as práticas de monitoramento e gestão por meio dessa técnica.

A análise destes três níveis permitem observar se o aumento de *disclosure* e informações fornecidas aos investidores inibem a propagação dos efeitos econômicos na cotação das ações nas situações em que os resultados forem contrários às expectativas do mercado, e se há diferenciação nos níveis de Governança em relação à possível proteção às oscilações nas precificações das ações das companhia.

2.2. Precificação de Ações

O Mercado de capitais atua de maneira estratégica na economia, tornando-se uma das principais fontes de auxílio para a captação de recursos, reunindo agentes globais envoltos na busca por riscos e retornos. Partindo da suposição de que os mercados são eficientes, os preços condizem com as informações acessíveis e refletem o valor que a demanda se dispõe a desembolsar para assumir o papel credor. Logo, a precificação de títulos no Mercado financeiro abrange as tomadas de decisões elucidadas nas demonstrações contábeis obrigatórias e opcionais. Há que se considerar, no entanto, que a pressuposição realizada é feita para tornar o estudo possível, uma vez que a realidade do mercado pode estar sujeita a alterações.

Ganhos anormais nas transações comerciais entre as partes só seriam possíveis em mercado de eficiência forte, confirmado por Girão, Martins e Paulo (2015), Martins, Paulo e Girão (2016) e Vasconcelos, Galdi e Monte-Mor (2016) em seus estudos sobre os impactos de *insider trading* na precificação das ações e o impacto no valor dessas companhias.

Schiehll (1996) apresenta dados empíricos da classificação do Mercado de capitais brasileiro na categoria de eficiência semiforte e seus resultados afirmaram que as demonstrações contábeis trimestrais contém informações relevantes que influenciam o processo de precificação de ações. Assim, são diversas as influências que afetam a precificação de título

de ações, dentre elas: questões políticas e Governança; divulgações trimestrais, que alteram a visão do investidor referente ao risco de crédito; retornos por meio de dividendos e bônus e as possibilidades de especulação.

Assim, o parâmetro para a precificação das ações de uma sociedade anônima e o seu valor intrínseco advém da avaliação da companhia pela percepção do mercado, das informações disponíveis e das políticas por ela aplicadas em sua gestão.

Nos resultados não premeditados por investidores, as decisões não permitem que ocorram o reflexo entre preço da ação e o valor da companhia, gerando resultados subestimados ou subvalorizados e, conseqüentemente, os ganhos anormais e o ambiente de especulação. Estudos como de Paulo, Saulo Neto e Santos (2013), que analisam o comportamento dos tomadores e investidores nessas conjunturas, foram perspicazes ao observar movimentos frente às más notícias, revelando uma assimetria informacional e percepção de tempestividade das divulgações financeiras.

Mediante o exposto, dentre as variáveis que induzem o processo de precificação das ações, é válido realçar que a quebra das expectativas do mercado se mostra um fator significativo, ressaltando as práticas de gerenciamento de resultados nas demonstrações contábeis e as políticas de Governança Corporativa.

Ademais a tais aspectos, fatores externos podem exercer influência para as oscilações de preços, envoltos em riscos sistemáticos e não sistemáticos. No que tange aos fatores externos, autores como Famá e Galdão (1998) confirmaram que eventos além das demonstrações contábeis obrigatórias podem resultar em impactos significativos na precificação da ação, seja na divulgação de informações públicas ou na existência de informações mantidas em sigilo por determinados grupos. Citam como fatores externos: a variação de preços em torno de *split* e anúncios de dividendos, as recomendações feitas por revistas especializadas e analistas, as classificações e reclassificações do *rating* dos riscos dos papéis e as influências geradas por fusões e aquisições no mercado.

Mayers e Raab (1977) analisaram os efeitos de negociações volumosas (*block trade*) no preço das ações no Mercado secundário e obtiveram dados de que, após cinco minutos de um *block trade*, os investidores podem obter resultados positivos na negociação.

Os eventos supracitados são fatores, conjuntamente com informações privadas, que interveem nas escolhas discricionárias da negociação das ações e, conseqüentemente, nas suas cotações.

Assim, são derivadas as seguintes hipóteses a serem exploradas no estudo, sendo a Hipótese Nula (H0) de que as empresas listadas na Bolsa de valores brasileira no segmento de Governança Corporativa sofrem impactos com a divulgação das demonstrações contábeis, e as posteriores hipóteses:

- H1: Companhias listadas no Novo Mercado não terão oscilação nas ações em sua precificação em relação às divulgações contábeis;
- H2: Companhias listadas no Nível 2 não terão oscilação nas ações em sua precificação em relação às divulgações contábeis;
- H3: Companhias listadas no Nível 1 terão oscilação nas ações em sua precificação em relação às divulgações contábeis.

Em síntese, a formação do preço de um título mobiliário na Bolsa de valores brasileira incorpora uma expectativa dos investidores que em conjunto com as informações divulgadas

induzem aos movimentos de alta ou queda, sejam essas informações fundamentalistas ou gráficas, predizem o valor justo a ser negociado pela ótica do investidor, incorporando todas as variáveis citadas neste tópico.

3. Metodologia

A pesquisa efetuada neste estudo é de caráter exploratório e descritivo com abordagem quantitativa. Segundo Vieira (2002), a pesquisa exploratória “explora um problema ou uma situação para prover critérios e compreensão”, ou seja, ajuda a compreender a relação entre as divulgações das demonstrações contábeis das companhias listadas no segmento de Governança Corporativa e a cotação das suas respectivas ações.

A natureza descritiva da pesquisa caracteriza-se como aquela que “está interessada em descobrir e observar fenômenos, procurando descrevê-los, classificá-los e interpretá-los” (Vieira, 2002, p.7), concatenando com o objetivo de averiguar o fenômeno proposto e mensurar os seus impactos. A abordagem quantitativa se caracteriza visto que foram coletados dados para desenvolvimento de uma análise com modelagem estatística.

Seguindo a metodologia de Schiehl (1996), Soares, Rostagno e Soares (2002), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), Terra e Lima (2006) e Paulo, Saulo Neto e Santos (2013), para a análise foi replicado o estudo de eventos, definido como:

A análise do efeito de informações específicas a determinadas empresas sobre os respectivos preços de suas ações. O método apoia-se nos retornos excedentes realizados em relação aos retornos esperados das ações, em torno ou na data de anúncio do evento. (Terra & Lima, 2006, p. 37).

Como primeira etapa, foram coletadas as cotações das ações das empresas listadas na B3 nos segmentos do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, totalizando 139 companhias (tabela 1) no período de 2015 a 2017 durante a divulgação das demonstrações contábeis trimestrais, delineando o intervalo de 5 dias precedentes e 5 dias subsequentes à data escolhida pela companhia para publicação.

Salientando que foram excluídas da amostra as companhias: que seguem como base de elaboração das demonstrações contábeis o manual do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), devido às suas particularidades e regulações dadas pelo Banco Central; que apresentaram migrações entre os segmentos no período em análise e as companhias nas quais houve ausência de dados para avaliação.

Sarlo Neto, Teixeira, Loss e Lopes (2005) em seu estudo sobre o impacto das divulgações das demonstrações contábeis nas ações preferenciais e ordinárias concluem que “para as ações preferenciais, o Mercado apresenta-se eficiente na forma semiforte. Em relação às ações ordinárias, a eficiência não se apresenta de forma consistente, pois é válida somente para os resultados negativos”. (Sarlo Neto, Teixeira, Loss, & Lopes, 2005, p. 56). Logo, para a composição da amostra, nos níveis de Governança 1 e 2 foram utilizadas como base as cotações das ações preferenciais em função do comportamento volátil que elas apresentam, o que não é válido para o Novo Mercado, que apresenta apenas ações de cunho ordinário.

Neste trabalho foi assumida a eficiência semiforte do Mercado e o intuito de observar o comportamento das cotações em função dos resultados divulgados, indiferente se positivos ou negativos. Segue na tabela, mais informações sobre a amostra:

Tabela 1: Características da Amostra

Classificação	Quantidade de Empresas	Amostra	Percentual
Nível 1	26	19	73%
Nível 2	19	07	37%
Novo Mercado	140	113	81%
Total	185	139	75%

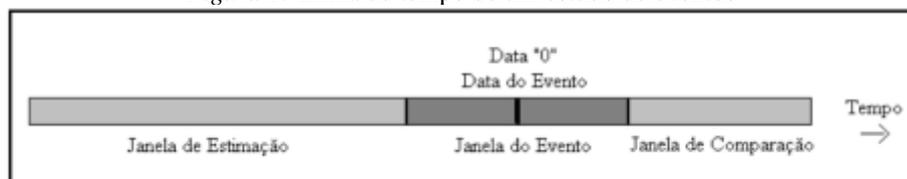
Fonte: Elaboração Própria.

Soares, Rostagno e Soares (2002) elucidam que, para a aplicação deste método, a janela do evento deve ser o período no qual os preços dos títulos da empresa serão examinados, em consequência do evento a ser explorado. Assim, neste trabalho foi considerado o intervalo de 5 dias precedentes e 5 dias subjacentes à data escolhida pela companhia para publicação, sendo o período escolhido de acordo com os autores:

A definição da janela de evento apresenta certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador. Essa janela não deve ser muito extensa, para não haver a possibilidade de englobar outros eventos, viesando assim os resultados, nem tão curta a ponto de não ser capaz de captar anormalidades nos preços. (Takamatsu, Lamounier, & Colauto, 2002, p. 50).

A Figura 1 refere-se a um período prévio de suposta ausência de efeitos ocasionados pelas divulgações das demonstrações contábeis sobre os retornos que serão utilizados para se obter “retornos normais” que serão comparados aos “retornos anormais” que poderão ocorrer após a divulgação dos resultados pelas companhias (Takamatsu, Lamounier, & Colauto, 2002, p. 50).

Figura 1: Linha de tempo de um estudo de eventos



Fonte: Takamatsu, Lamounier e Colauto (2002)

Neste ponto, para a mensuração dos retornos nominais considera-se a seguinte fórmula:

$$R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1})$$

Onde:

R_{it} é o retorno nominal da ação i , no dia t .

$P_{i,t}$ é o preço de fechamento da ação i no dia t ajustados aos eventos ocorridos no período.

$P_{i,t-1}$ é o preço de fechamento da ação i na semana $t-1$ ajustado a todos os proventos ocorridos no período

É realizada a avaliação do comportamento dos retornos segundo o evento das divulgações financeiras por segmentos de Governança corporativa para avaliar o impacto nas negociações no Mercado financeiro brasileiro.

4. Resultados

Dentro do horizonte dos anos de 2015 a 2017, as companhias do Nível 1, 2 e Novo Mercado apresentaram como comportamento a divulgação de resultados negativos (prejuízos) próximos a feriados e finais de semana (quinta-feira e sexta-feira), amenizando o comportamento do investidor. Em outras palavras, observa-se que a ação apresenta estabilidade ou uma oscilação menor em sua cotação quando reinicia as negociações no Mercado de capitais. Nos casos de lucro, as divulgações ocorreram no início na semana.

O resultado acima apresentado converge com os estudos de Silva, Nardi, Martins e Barossi Filho (2013) e pode ser explicado pelo efeito dia da semana e, no caso de a data coincidir com uma divulgação de resultados negativos ou positivos, há um aumento dessa ocorrência.

A análise inicial dos resultados teve como fundamento o agrupamento das companhias de acordo com estudos realizados na área, sendo definido como variável Y o retorno (Tabela 2) e X as variáveis explicativas definidas para o estudo, relacionadas à divulgação dos demonstrativos contábeis (Tabela 3).

Tabela 2: Variáveis de Retorno (Y)

Teste	Período Amostral	Operacionalização	Base Teórica
1	Retorno 1 (um) dia após a divulgação	Analisaram a data do dia posterior a divulgação.	Terra e Lima (2006)
2	Retorno 3 (três) dias após a divulgação	Em estudo realizado encontraram retornos significativos, concentrados após o evento no segundo, terceiro e quarto dia.	Antunes e Procianoy (2001)
3	Retorno um 5 (cinco) dias após a divulgação	Mensuraram os retornos da janela de estimação de 5 (cinco) dias subsequentes ao evento	Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008)
4	Retorno do período amostral (11 dias)	Analisaram 5 (cinco) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores ao evento, com o objetivo de medir movimentos de antecipação do mercado	Antunes e Procianoy (2001)

Fonte: Elaboração Própria a partir do Website da B3.

Para a mensuração do retorno, os resultados foram moldados dentro de quatro janelas no período amostral obtido em cada um dos trimestres analisados e posteriormente testados separadamente, visando verificar se as variáveis (X) seriam relevantes como variáveis explicativas.

Tabela 3: Variáveis explicativas (X) definidas para o estudo

Variável	Item analisado	Fonte de Dados	Base Teórica
1	Segmento de nível de Governança Corporativa	Website da B3	Terra e Lima (2006)
2	Segmento de empresas privadas ou estatais	Website da B3	Terra e Lima (2006)
3	Setor econômico	Website da B3	Kirch, Lima e Terra (2012)
4	Tipo de notícia (<i>Good</i> ou <i>Bad News</i>)	Website da B3	Paulo, Saulo Neto e Santos (2013)
5	Entrada no segmento de Governança Corporativa (ano)	Website da B3	Assunção, Luca e Vasconcelos (2017)
6	Local adicional de divulgação do demonstrativo : demonstrações trimestrais	Website da empresa	Assunção, Luca e Vasconcelos (2017)
7	Local adicional de divulgação do demonstrativo : demonstrações anuais	Website da empresa	Assunção, Luca e Vasconcelos (2017)
8	Data de divulgação: entre 60 dias e 61 dias posteriores a data do fechamento do balanço	Website da B3	Falcão (1995)
9	Dia da semana de divulgação	Website da B3	Schiehll (1996)

Fonte: Elaboração Própria.

As variáveis (X) apresentadas foram utilizadas como explicativas em modelos de regressões nos 48 trimestres, sendo consideradas cada uma das variáveis de retorno, com níveis de significância de 5% e 10%. Todavia, as variáveis: segmento de empresas privadas ou estatais, entrada no segmento de Governança Corporativa, local adicional de divulgação do demonstrativo (site), demonstrações trimestrais e dia da semana de divulgação, não explicaram o comportamento do retorno nos níveis de significância testados.

Tabela 4: Resultados das regressões – Variável Data de Divulgação

Período	Retorno 1 (um) a após a divulgação (p-valor)	Retorno 3 (três) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno um 5 (cinco) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno do período amostral (11 dias)- (p-valor)
1° tri 2015	0,02	0,01		
2° tri 2015	-			
3° tri 2015				
4° tri 2015				
1° tri 2016				
2° tri 2016				
3° tri 2016		0,06		0,05
4° tri 2016			0,03	
1° tri 2017				
2° tri 2017				
3° tri 2017				0,01
4° tri 2017				

Fonte: Elaboração Própria.

No entanto, o *p-valor* obtido em quatro variáveis explicativas (X) apresentaram níveis de significância inferiores a 10%, mostrando que algumas das variáveis das demonstrações contábeis afetam o retorno das ações, sendo elas: nível de Governança Corporativa, Data de divulgação, Tipo de notícia e Setor econômico. Um resumo de todos os resultados está apresentado na Tabelas 4, 5, 6 e 7.

Tabela 5: Resultados das regressões – Variável Tipo de Notícia

Período	Retorno 1 (um) dia após a divulgação (p-valor)	Retorno 3 (três) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno um 5 (cinco) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno do período amostral (11 dias)- (p-valor)
1° tri 2015				
2° tri 2015	0,01	0,02	-	-
3° tri 2015	>0,01	0,01	0,02	-
4° tri 2015				>0,01
1° tri 2016		-	-	-
2° tri 2016	-	-	-	-
3° tri 2016	-	-	-	-
4° tri 2016	-	-	-	-
1° tri 2017	0,03	-	-	-
2° tri 2017	-	-	-	-
3° tri 2017	-	0,03	0,00	0,03
4° tri 2017	>0,01	-	-	-

Fonte: Elaboração Própria.

Tais resultados mostram que, em algumas circunstâncias, no Mercado financeiro brasileiro, a divulgação do tipo de notícia (*Good e Bad News*) interfere no retorno em até cinco dias após a divulgação dos demonstrativos contábeis, correlacionando-se com os resultados obtidos por Paulo, Saulo Neto e Santos (2013) sobre a tempestividade das informações contábeis.

Tabela 6: Resultados das regressões – Segmento de Nível de Governança Corporativa

Período	Retorno 1 (um) dia após a divulgação (p-valor)	Retorno 3 (três) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno um 5 (cinco) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno do período amostral (11 dias)-(p-valor)
1° tri 2015		0,03	-	-
2° tri 2015				
3° tri 2015				
4° tri 2015		0,09	>0,01	0,01
1° tri 2016	0,03	-	-	-
2° tri 2016	-	-	0,01	-
3° tri 2016	-	-	-	-
4° tri 2016	-	-	0,03	-
1° tri 2017	-	-	-	-
2° tri 2017	-	-	0,05	-
3° tri 2017	-	>0,01	0,04	0,00
4° tri 2017	-	-	-	-

Fonte: Elaboração Própria.

Observando as janelas de retorno de cinco dias precedentes e cinco dias subsequentes, a divulgação dos demonstrativos contábeis, a variável data de divulgação (entre 60 dias posteriores a 60 dias da data do fechamento dos demonstrativos financeiros) e o segmento de Governança Corporativa, impactam no comportamento do investidor, validando os resultados obtidos por Antunes e Procianny (2001) em relação a movimentos de antecipação do mercado. Isso se explica pela padronização do período de divulgação e as perspectivas envolvidas nesses segmentos.

Tabela 7: Resultados das regressões – Setor econômico

Período	Retorno 1 (um) dia após a divulgação (p-valor)	Retorno 3 (três) dias após a divulgação (p- valor)	Retorno um 5 (cinco) dias após a divulgação (p-valor)	Retorno do período amostral (11 dias)- (p-valor)
1° tri 2015			-	-
2° tri 2015			-	-
3° tri 2015			-	-
4° tri 2015	0,09	0,05	0,07	0,04
1° tri 2016		-	-	-
2° tri 2016	-	-	>0,01	-
3° tri 2016	-	-	-	-
4° tri 2016	-	-	-	-
1° tri 2017	0,03	-	-	-
2° tri 2017	-	-	-	-
3° tri 2017	-	-	-	-
4° tri 2017	-	-	-	-

Fonte: Elaboração Própria.

A variável setor econômico se apresenta significativa em dois trimestres (4° trimestre 2015 e 2° trimestre 2016), resultante de eventos não esperados nos resultados contábeis que impactaram as projeções dos cenários futuros, dado que nesses casos a associação ocorreu após a divulgação, ou seja, não transcorreu uma antecipação de movimento de negociação pelos investidores.

Os resultados obtidos permitem aceitar que as empresas listadas na Bolsa de valores brasileira nos três segmentos de Governança Corporativa sofrem impactos na cotação de suas ações com a divulgação das demonstrações contábeis.

Avaliando o cenário econômico, em que os dois anos iniciais da amostra correspondem a um período de crise que se refletem nas variáveis selecionadas, Siessere (2012) observou em seu estudo:

A relação entre Governança Corporativa e a crise de 2008 nas empresas pertencentes ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada IGC, não foi possível obter evidências de uma relação estável pelo fato da empresa fazer parte do índice IGC e de apresentar retornos diferenciados, tanto no período pré-crise como no pós-crise, ou seja, os testes não constataram que as empresas com um grau diferenciado de Governança Corporativa tenham apresentado retornos diferentes. (Siessere, 2012, p. 68).

Por conseguinte, não é mensurável a relação de recessão econômica com os retornos nos níveis de Governança Corporativa. Entretanto, setores vinculados a operações específicas

podem ter seus retornos comprometidos pelas perspectivas do mercado. Bastos, Rosa e Pimenta (2017) analisaram os impactos da operação lava jato e da crise internacional do petróleo na Petrobrás e obteve:

Após o anúncio da operação Lava Jato, os retornos anormais das ações ordinárias obtiveram reação positiva com 5% de significância, enquanto os referentes às preferenciais não obtiveram reação. Pode-se sugerir que houve expectativa de criação de valor ao ter uma investigação na administração, até então acreditada como ineficiente, da empresa e esperar por mudança na sua composição e ser geridas por dirigentes mais competentes. (Bastos, Rosa, & Pimenta, 2017, p. 56).

Estudos que embasam o comportamento da variável setor como significante em alguns trimestres oriundos de ações externas que podem impactar no reconhecimento de prejuízos com corrupção, *impairment*, riscos de imagem, aquisição de financiamentos que não estavam previstas pelo mercado e geram consequências no retorno dos acionistas, resultando no momento da divulgação dos demonstrativos contábeis, uma antecipação de movimentos negociação das ações das companhias vinculadas ao setor.

Portanto, algumas das variáveis testadas são suficientes para reconhecer a relação entre a divulgação das demonstrações contábeis e o retorno das ações das companhias no segmento de Governança Corporativa, todavia, não há um padrão entre os trimestres para prever a variável significante no cenário futuro.

5. Considerações Finais

O presente trabalho teve como objetivo de pesquisa verificar o impacto da divulgação das demonstrações contábeis e do nível de Governança Corporativa no retorno da ação, utilizando para isso a cotação de demonstrações contábeis trimestrais das empresas listadas na Bolsa de valores brasileira nos segmentos de Governança Corporativa durante os anos de 2015 a 2017.

Segundo os resultados obtidos com a análise efetuada, observou-se que a divulgação das demonstrações contábeis e o comportamento do retorno das cotações dos valores mobiliários permitem concluir que as empresas listadas na Bolsa de valores brasileira no segmento de Governança Corporativa sofrem impactos com a divulgação das demonstrações contábeis.

Logo, temos a relação entre a divulgação das demonstrações contábeis e a cotação da ação explicitadas pelos resultados dos modelos de regressão estimados nos quarenta e oito trimestres analisados, todavia, somente quatro variáveis foram significativas para explicar o comportamento do retorno: nível de Governança Corporativa, Data de divulgação, Tipo de notícia e Setor econômico..

Dentre os desafios encontrados após a realização deste estudo, ressalta-se a pouca quantidade de estudos na literatura encontrados durante esta pesquisa com enfoque nas variáveis explicativas na relação retorno e divulgação de demonstrações contábeis.

Assim, esta pesquisa contribui: explicitando a motivação do Nível 2 de Governança Corporativa, que é um tema menos recorrente, com bases de dados menores e não correlacionadas de seus pares; também, com a pontual diferença entre as classes de ações dentro dos níveis de Governança Corporativa abordados, bem como com a constatação da

insignificância de eventos como o período da divulgação (dia da semana), segmento privado ou estatal para explicar o comportamento do retorno.

Neste sentido, o trabalho amplia as pesquisas realizadas no contexto do comportamento do Mercado de capitais e o segmento de Governança Corporativa, bem como expande o conhecimento de metodologias para o cálculo do impacto da divulgação das demonstrações contábeis no retorno dos títulos de valores mobiliários.

Recomenda-se como estudos futuros sobre o tema a ampliação do período amostral e a inclusão de grupos de comparação como o Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, e o uso de outras variáveis referentes à divulgação que possam proporcionar mais informações que expliquem a realidade do comportamento da relação contábil com a tomada de decisão do investidor no ambiente de negociação.

Referências

- Antunes, M. A., & Procianoy, J. L. (2003). Os efeitos das decisões de investimentos das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração*, 38(1), pp. 5-14.
- Assunção, R. R., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2017). Complexidade e Governança Corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), pp. 213-228.
- Bastos, E.S., Rosa, M. P., & Pimenta, M. M. (2017). Os Impactos da Operação Lava Jato e da Crise Internacional do Petróleo nos Retorno Anormais e Indicadores Contábeis da Petrobras 2012-2015. *Pensar Contábil*, 18(67).
- Barros, C. M. E., Soares, R. O., & Lima, G. F. (2013). A relação entre Governança Corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), pp. 27-39.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). *Pronunciamento Conceitual Básico (RI): Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Brasília.
- Domingos, S. R. M., Ponte, V. M. R., Paulo, E., & Alencar, R. C. (2017). Gerenciamento de Resultados Contábeis em Oferta Pública de Ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), pp. 89-107.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de Governança Corporativa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), pp. 32-42.
- Falcão, E. (1995). Divulgação em demonstrações financeiras de companhias abertas. *Cad. estud.*, 2, pp. 01-13.
- Galdi, F. C., Lima, V. S., Ilha, H. F., & Scalzer, R. S. (2009). Análise fundamentalista sob a perspectiva do analista de mercado: um estudo de caso na AES TIETÊ comparando os modelos de fluxo de caixa descontado e AEG Ohlson (1995). In *9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo.
- Galdão, A., & Famá, R. (1998). Avaliação da eficiência na precificação de ações negociadas no Brasil, por teste de volatilidade. *Revista de Administração*, 33(2), pp. 60-68.

- Girão, L. F. A. P., Martins, O. S., & Paulo, E. (2015). O Lado B do Insider Trading: relevância, tempestividade e influência do cargo. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios* 17(58), pp. 1341-1356.
- Healy P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, pp. 365-383.
- Junqueira, L. R., Soares, C. H., Bressan, A. A., & Bertucci, L. A. (2017). Impactos da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração da UFSM*, 10(3), pp. 420-436.
- Kawai, R. M. (2017). *Influência da Governança Corporativa na Prática de Gerenciamento de Resultados. (Dissertação de Mestrado)*. Universidade Metodista de São Paulo.
- Kirch, G., Lima, J., & Terra, P. (2012). Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), pp. 173-186.
- Louzada, R. D., & Silva, L. S. (2017). As Companhias Listadas nos Segmentos Diferenciados de Governança da BM&FBovespa Gerenciam Menos seus Resultados? In *Anais do Congresso UFPE de Ciências Contábeis*. Recife.
- Martinez, A. L. (2011). Do corporate governance special listing segments and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil. *Revista Universo Contábil*, 7(4), pp. 98-117.
- Martinez, A. L. (2002). *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. (Tese de Doutorado)*. Universidade de São Paulo.
- Martins, O. S., Paulo, E., & Girão, L. F. A. P. (2016). Preço da Ação, Disclosure e Assimetria de Informação: o Caso OGX. *Revista Universo Contábil*, 12(1), pp. 6-24.
- Martins, V. G., Oliveira, A. S., Niyama, J. K., & Diniz, J. A. (2014). Níveis diferenciados de Governança Corporativa e a qualidade da informação contábil durante o processo de convergência às normas internacionais de Contabilidade. *Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 14(27), pp. 23-42.
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2007). Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e consequências. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 10(1), pp. 141-157.
- Mazzioni, S., Prigol, V., Moura, G. D., & Klann, R. C. (2015). Influência da Governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), pp. 61-86.
- Mendes, C. J. F., & Freire, F. S. (2014). A Governança Corporativa e manipulação de informação contábil: mensuração a valor justo nos bancos comerciais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(23), pp. 53-76.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 215-260.
- Oliveira, A. S., Lopes, L. F. D., & Abbade, E. B. (2010). Coassimetria e Cocurtose na análise dos preços das ações no mercado financeiro nacional. *Revista de Administração da UFSM*, 3(3), pp. 326-345.
- Paulo, E., Sarlo Neto, A., & Santos, M. A. C. (2013). Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), pp. 54-79.

- Piccoli, P. G. R., Souza, A., & Silva, W. V. (2014). As práticas de Governança Corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), pp. 141-162.
- Rodrigues, A. (2007). Gerenciamento dos resultados contábeis através de receitas e despesas não operacionais: estudo empírico das companhias “nível 1” – Bovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 2(1), pp. 5-18.
- Santos, M. A. C., & Lustosa, P. R. B. (2009). O efeito dos componentes do lucro contábil no preço das ações. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 11(1-2).
- Sarlo Neto, A. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 16(37), pp. 46-58.
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), pp. 46-58.
- Santos, E. J. D., Machado, L. S., Lemes, S., & Rogers, P. (2007). Efeitos da regulação do mercado financeiro e de capitais sobre a Governança Corporativa: um estudo empírico da reforma da Lei 6.404/76. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 4(3), pp. 263-273.
- 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 de Mestrado)*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Siessere, A. T. (2012). *O efeito da crise de 2008 nas empresas que compõem os índices da BM&FBOVESPA: uma análise dos impactos da Governança Corporativa e da liquidez no retorno sobre o preço das ações. (Dissertação de Mestrado)*. FECAP - Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., Martins, V. A., & Barossi Filho, M. (2016). Os Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa Aumentam a Liquidez das Ações? *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 13(3), pp. 248-263.
- Silva, W. A. C., Melo, A. O., & Pinto, E. A. (2013). Efeito dia da semana: análise de anomalias de retorno dos índices acionários no mercado brasileiro. *REGE - Revista de Gestão*, 20(4), pp. 477-495.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. (Tese de Doutorado)*. Universidade de São Paulo.
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. (2002). Estudo de Evento: O Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. In *XXVI ENANPAD*. Salvador.
- Takamatsu, R. T., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2008). Impactos da Divulgação de Prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do IBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 4(1), pp. 46-63.
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006). Governança Corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), pp. 35-49.
- Vasconcelos, C., Reis, D., Miyashiro, I., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), pp. 37-52.

- Vasconcelos, R. F., Galdi, F. C., & Monte-Mor, D. S. (2016). Transações de insiders e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(26), pp. 33-48.
- Vieira, V. A. As tipologias, variações e características da pesquisa de marketing. *Revista da FAE*, 5(1), 2002.