



O IMPACTO DO DISCLOSURE NO PREÇO DAS AÇÕES: UM ESTUDO DAS EMPRESAS PERTENCENTES AO ÍNDICE IBrX-50

Tawana Martins de Souza
Tawana-martins@hotmail.com
UFMG - Universidade

José Roberto de Souza Francisco
jroberto@face.ufmg.br
UFMG - Universidade

Resumo:No âmbito do mercado de capitais, o disclosure é importante por intermediar a comunicação dos gestores da empresa com seus acionistas e com o mercado em geral. Nesse contexto, o objetivo deste estudo foi verificar a existência de associação entre a publicação de informações contábeis e o preço das ações, no primeiro trimestre do ano de 2013, das empresas pertencentes ao índice IBrX-50 da BM&FBovespa. Através da regressão linear múltipla foi possível obter um modelo que representasse o comportamento do mercado de capitais, considerando a amostra e o período selecionados. Para tanto, foram criados dois modelos de regressão linear múltipla visando analisar o comportamento dos preços das ações antes e após a publicação das informações, utilizando indicadores financeiros, de mercado, técnicos e o número de dias até a publicação, que considera os dias decorridos entre o encerramento do exercício anual de 2012 e a data da publicação no primeiro trimestre de 2013. Os resultados da análise de regressão indicaram que apenas algumas variáveis contábeis produziram efeito sobre o preço das ações das empresas selecionadas e mostraram que o fato das empresas publicarem suas Demonstrações Financeiras mais rápido não as tornam mais relevantes para o mercado de capitais.

Palavras Chave: Disclosure - Informação Contábil - Preço das Ações - -

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

Nos últimos anos, pesquisas sobre a informação contábil e o mercado de capitais têm sido realizadas com o intuito de relacionar o conteúdo informativo das demonstrações contábeis com o valor de ações ao longo do tempo (SCARPIN, PINTO e BOFF, 2007). Segundo Lanzana (2004), a função do *disclosure* consiste em auxiliar na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores. É com base nas informações apresentadas pelos gestores que os investidores poderão fazer inferências sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia, tomando decisões de investimento em determinado empreendimento. O *disclosure* pode ser entendido, ainda, de acordo com Cordeiro (2002), como sendo qualquer informação divulgada pela companhia, que auxilia o usuário a conhecer mais profundamente a situação econômica, financeira e até mesmo social da empresa.

Para Silva (2013), a evidenciação refere-se a todo o quadro das demonstrações contábeis, sendo vários os métodos disponíveis para a sua realização. Yamamoto e Salotti (2006) consideram que a divulgação pode ser de dois tipos: obrigatória e voluntária. Nesse sentido, Gonçalves e Ott (2002) ressaltam que, o processo de divulgação das informações sobre a gestão das empresas aos usuários externos, inclui, além das demonstrações contábeis, uma série de outros demonstrativos e relatórios exigidos pela legislação vigente (Lei nº 6.404/76) – Balanço Patrimonial; Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados; Demonstração do Resultado do Exercício; Demonstração dos Fluxos de Caixa; Relatório da Administração; Notas Explicativas; Parecer dos Auditores Independentes; Boletins; entre outros; e caso a companhia for aberta, Demonstração do Valor Adicionado – que permitem aos usuários conhecer os resultados das atividades, bem como traçar tendências em relação ao futuro das mesmas.

A divulgação de informações possui papel fundamental na diminuição da assimetria informacional existente entre gestores e investidores (LANZANA, 2004). Para Cordeiro (2002), as evidenciações devem fazer parte dos relatórios anuais, trazendo revelações que dificilmente seriam percebidas se somente analisados os principais estados financeiros, como o balanço patrimonial, a demonstração de resultado do exercício, e o fluxo de caixa, embora este último ainda não seja obrigatório para todas as empresas.

A comunicação entre os agentes do mercado de capitais no Brasil tem apresentado mudanças nos últimos anos. Cada vez mais, as empresas visam dar mais adequada divulgação das atitudes tomadas e da lógica subjacente (TEIXEIRA, FORTUNATO e AQUINO, 2004). Segundo Procianoy e Rocha (2002), o fluxo de informação deve ser facilitado a fim de ajudar o mercado a fazer uma análise adequada da empresa, tornando viável a tomada de decisão do investimento. De acordo com Teixeira et al., (2004), essa prática é direcionada aos analistas e investidores, os quais são os principais clientes de informações das empresas. Eles fazem parte da cadeia de informação do mercado de capitais que vem exigindo que a empresa não somente tenha um bom desempenho nos negócios, mas, também, tenha disciplina no seu diálogo.

Assim sendo, no âmbito do mercado de capitais, o *disclosure* é importante por intermediar a comunicação dos gestores da empresa com seus acionistas e com o mercado em geral. Matarazzo (2003) esclarece que o financiamento com ações impulsiona o crescimento das empresas, fornecendo a elas melhores condições financeiras para a implementação de seus projetos de investimento, seja pelo baixo comprometimento de caixa proporcionado por esta modalidade, seja pela natureza permanente da captação (prazo indeterminado). Ainda segundo Matarazzo (2003), dentre os vários tipos de ativos negociados no mercado de capitais, as ações são as que mais se destacam.

Nesse sentido, vale destacar o estudo de Bernardo (2001), em que analisou, no mercado brasileiro de capitais, o efeito dos anúncios trimestrais dos resultados contábeis sobre os preços das ações, através de um estudo de evento. O autor verificou que o ajuste de preços das ações ao redor da data de publicação de resultados é sensível à informação, evidenciando a importância do *disclosure* para o mercado de capitais do país.

Os analistas do mercado têm o interesse de saber se os dados contábeis concedem informações relevantes para tomarem suas decisões e, mais especificamente, quais informações possuem maior utilidade para este fim. Eles buscam, também, avaliar a eficiência de mercado, verificando se o valor das ações está absorvendo as informações publicadas.

Assim, a pesquisa procura responder à seguinte questão: de que forma a publicação de informações contábeis pelas empresas pertencentes ao Índice Brasil 50 (IBrX-50) impacta no valor da sua ação no mercado de capitais brasileiro?

O objetivo geral desta pesquisa é verificar, de modo empírico, a existência de associação entre a publicação de informações contábeis e o valor das ações de empresas do mercado de capitais brasileiro, pertencentes ao IBrX-50 da BM&FBovespa, de modo a auxiliar os investidores na tomada da melhor decisão.

Este trabalho está pautado na seguinte hipótese de pesquisa:

H_0 : Os preços das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50 no mercado de capitais brasileiro reagem à publicação de informações contábeis.

H_1 : Os preços das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50 no mercado de capitais brasileiro não reagem à publicação de informações contábeis.

Assim sendo, a importância do tema, apresenta a necessidade de melhor compreender seu funcionamento e o fato de, apesar de existirem trabalhos na literatura que abordem as questões da publicação das informações contábeis e o preço das ações, existe uma carência de estudos no Brasil que analisam a relação do *disclosure* com preço das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50 da BM&FBovespa, sendo assim, são alguns aspectos que justificam o trabalho proposto.

Nesse contexto, espera-se que o presente estudo seja relevante para complementar e enriquecer as evidências empíricas que tratam da relevância da informação contábil para o mercado acionário brasileiro, contribuindo para ampliar o conhecimento sobre o papel da Contabilidade para o mercado de capitais do país.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Segundo Lima (2007), Verrecchia (2001) e Dye (2001), o tema intitulado “Teoria da Divulgação” tem sido abordado pela pesquisa positiva internacional em contabilidade desde a década de 80 e debatido por diversos autores. De acordo com Lima (2009), o principal objetivo dessa teoria é procurar explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, a partir de algumas perspectivas, buscando entender, entre outros aspectos, as razões econômicas para que determinada informação seja voluntariamente divulgada.

Verrecchia (2001) propõe uma taxonomia que engloba três categorias amplas de pesquisa, quando se trata de estudos sobre divulgação em Contabilidade: Pesquisa sobre Divulgação Baseada na Associação (*association-based disclosure*); Pesquisa sobre Divulgação Baseada na Discricionariedade (*discretionary-based disclosure*) e Pesquisa sobre Divulgação Baseada na Eficiência (*efficiency-based disclosure*). Em seu estudo, Verrecchia (2001) interpreta a literatura referente ao *disclosure* como um conjunto eclético de modelos altamente idiossincráticos. O autor esclarece que o ecletismo é exacerbado porque a divulgação, considerada como um tópico de pesquisa, abrange três áreas: contabilidade,

finanças e economia, de modo que, inevitavelmente, assume características dessas três literaturas distintas.

No entanto, Dye (2001) concorda parcialmente com Verrecchia (2001) ao afirmar que, quanto ao *disclosure* obrigatório, a literatura existente não está suficientemente amadurecida para merecer o *status* de teoria. Porém, quando se trata de *disclosure* voluntário, a teoria já se encontra em um estágio avançado, podendo ser considerada como desenvolvida.

2.2. EVIDENCIAÇÃO DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

No âmbito corporativo, o *disclosure* pode ser caracterizado como a divulgação de informações sobre a empresa (MURCIA, SOUZA, DILL e COSTA, 2011). Para Silva (2013), a evidenciação refere-se a todo o quadro das demonstrações contábeis, sendo vários os métodos disponíveis para a sua realização.

Segundo Gonçalves e Ott (2002), o processo de divulgação das informações sobre a gestão das empresas aos usuários externos inclui, além das demonstrações contábeis obrigatórias, uma série de outros demonstrativos ou relatórios que permitem aos usuários conhecer os resultados das atividades, bem como traçar tendências em relação ao futuro das mesmas, são eles: Boletins, reuniões com analistas de mercado, acionistas, entre outros. Esse processo é denominado de evidenciação (*disclosure*).

No trabalho de Ponte e Oliveira (2004), foram analisados os demonstrativos contábeis de 95 empresas, relativas ao exercício social encerrado em dezembro de 2002, com a utilização do método de “análise de conteúdo”. Os autores concluíram que a preocupação em garantir o fornecimento de informações contábeis capazes de atender às exigências dos usuários externos indica que algumas empresas já reconhecem a importância da apresentação de informações nas suas demonstrações contábeis como um diferencial competitivo.

O estudo de Lima, Lima, Fávero e Galdi (2007), teve o objetivo de verificar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros. Foram analisadas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. O período utilizado na pesquisa foi de 2000 a 2004 para as variáveis nível de *disclosure* voluntário e variáveis de controle; e, para a variável custo de capital de terceiros, foi utilizado o período de 2001 a 2005. Os resultados encontrados demonstraram que não se deve rejeitar a hipótese metodológica que afirma que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, menor o custo da dívida.

Por fim, outro benefício do *disclosure* é a redução da volatilidade das ações das empresas. Com o aumento da divulgação de informações sobre a empresa, tem-se a diminuição da incerteza acerca do futuro, o que reduz o risco e, conseqüentemente, a volatilidade das ações da companhia.

2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

No cenário globalizado, em que se encontra o mercado de capitais, se faz necessário, cada vez mais, uma padronização na contabilidade, buscando melhores práticas de divulgação das informações contábeis, cuja finalidade principal é o atendimento das necessidades de seus diversos usuários.

As recentes adaptações do mercado aos princípios de governança corporativa, que almejam, principalmente, a redução da assimetria informacional, criando expectativas de que as companhias sejam mais transparentes, têm levado as empresas a valorizar a decisão sobre que tipo de informação contábil será divulgada para o mercado de capitais (IBGC, 2014).

De acordo com o estudo feito pela KPMG (2013), intitulado A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais, é possível observar uma clara tendência pela busca das melhores práticas de governança corporativa, abrangendo a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa, seja para o cumprimento das novas

exigências regulatórias ou pela percepção dos próprios administradores e investidores dos benefícios gerados pela aplicação das boas práticas de governança.

Nesse contexto, Ponte et al. (2007) estudaram as demonstrações contábeis de 95 empresas referentes ao exercício de 2002 e 119 alusivas ao exercício de 2005, e concluíram que as empresas brasileiras ainda têm muito a evoluir no sentido da transparência e qualidade da divulgação das demonstrações contábeis. Contudo, a pesquisa indicou, também, que o apelo da sociedade no sentido da adoção de boas práticas de governança corporativa parece estar influenciando o comportamento das organizações, as quais já incluem no corpo das suas demonstrações contábeis publicadas um maior volume de informações contábeis de natureza avançada e não obrigatória.

2.4. ESTUDOS EMPÍRICOS DO DISCLOSURE DOS DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS

Muitas pesquisas foram realizadas com a finalidade de encontrar evidências sobre o impacto da contabilidade nos preços das ações. O primeiro trabalho dessa linha de pesquisa foi desenvolvido pelos professores Ray Ball e Philip Brown, em 1968 (NETO, 2004).

Ball e Brown (1968, citado por Neto, 2004, p.51) encontraram, observando a relação entre o sinal (direção) dos lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque, “evidências sobre a relevância das demonstrações contábeis divulgadas para os investidores”. Através deste estudo, intitulado *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, outras pesquisas de contabilidade em mercado de capitais foram realizadas. Este pode ser considerado o marco inicial de trabalhos elaborados por outros autores que buscam investigar a relação entre as variáveis contábeis e o preço das ações.

Segundo Neto (2004), a maior parte dos estudos relacionados com a mesma questão – a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais – foram realizados, principalmente, em países que detinham um mercado de capitais desenvolvido (Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e Austrália). Apesar da existência de um grande número de trabalhos realizados sobre este tema, algumas evidências encontradas não indicam a existência de uma correlação perfeita entre o Lucro (variável contábil) e o preço das ações. As evidências encontradas mostram que apesar de seguirem a mesma direção, lucros e preços apresentam variações com intensidades diferentes, ou seja, as variações positivas nos lucros estão relacionadas com variações positivas nos preços, mas não com a mesma escala de variação.

Um estudo mais recente relacionado ao assunto, elaborado no Brasil, foi o de Marques e Castro (2013). Nesse trabalho, os autores propõem um estudo sobre a eficiência do mercado brasileiro e o impacto da divulgação das informações contábeis no preço das ações. Foi utilizada a técnica de estudo de eventos, sendo considerada como evento a data de divulgação das demonstrações contábeis trimestrais e anuais no período de 2007 a 2009 de 42 papeis de empresas listadas no Ibovespa consecutivamente no período analisado. Os resultados mostraram que as demonstrações contábeis, em sua maioria, não afetaram significativamente os preços dos títulos, salvo no período de 2009, em que se observou efeito significativo nos retornos acumulados dos títulos após a publicação.

3. METODOLOGIA

O presente trabalho buscou examinar o comportamento dos preços de ações do mercado de capitais brasileiro, no primeiro trimestre do ano de 2013, com o intuito de encontrar evidências sobre o impacto da publicação de informações contábeis sobre os preços das ações, ou seja, a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais, utilizando indicadores financeiros, de mercado, técnicos e o número de dias até a publicação, que

considera os dias decorridos entre o encerramento do exercício anual de 2012 e a data da publicação no primeiro trimestre de 2013.

3.1. TIPO DE PESQUISA

A pesquisa é caracterizada como descritiva, por ter como objetivo o estabelecimento de relações entre as variáveis – informação contábil x preço da ação. Segundo Gil (1999), a pesquisa descritiva tem como objetivo descrever as características de uma determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de variáveis.

Quanto aos procedimentos utilizados, a pesquisa é classificada como bibliográfica, experimental e documental. Gil (1999) explica que a pesquisa bibliográfica é desenvolvida mediante material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos.

Segundo Beuren (2008), na pesquisa experimental o pesquisador cria um cenário desejado, no qual controla ou manipula as variáveis, tendo a capacidade de analisar o efeito da manipulação das variáveis independentes (causa) e dependentes (efeito).

Beuren (2008) menciona que a pesquisa documental é utilizada com frequência, sobretudo quando se deseja analisar o comportamento de determinado setor da economia, como os aspectos relacionados à situação patrimonial, econômica e financeira.

A abordagem da pesquisa é de natureza quantitativa-qualitativa. A quantitativa foi utilizada para desenvolver os cálculos estatísticos. Por sua vez, a abordagem qualitativa foi adotada para dar base e parametrizar os resultados quantitativos, visando uma melhor análise geral da pesquisa (SCARPIN *et al.*, 2007).

3.2. AMOSTRA E FONTE DOS DADOS

Com base na fundamentação teórica, foi realizada uma pesquisa empírica com as empresas pertencentes ao Índice Brasil 50 (IBrX-50) da BM&FBovespa, utilizando as informações contábeis referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012, publicadas no primeiro trimestre de 2013, e a média das cotações de suas respectivas ações de um período de 40 dias ao redor da data de publicação das informações, sendo 20 dias antes e 20 dias após. As bases de dados utilizadas nas análises foram coletadas do banco de dados Economática®, que fornece tanto dados contábeis como de mercado.

O período selecionado para a realização deste trabalho visa contribuir com os estudos já existentes sobre o tema – a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais – considerando um período em torno das publicações, tais como, Bernardo (2001), Ponte *et al.* (2007) e Scarpin *et al.* (2007).

Diante o exposto, do total de 50 empresas que compõem o indicador, foram excluídas 17 empresas por não apresentarem dados suficientes para análise. Assim, a amostra foi composta por 33 empresas, sendo: AMBEV S/A, BMFBOVESPA, BR MALLS PAR, BR PROPERT, BRADESPAR, BRF AS, CCR AS, CEMIG, CETIP, CIA HERING, CIELO, COSAN, CYRELA REALT, EMBRAER, ESTACIO PART, GERDAU, ITAUSA, LOCALIZA, LOJAS AMERIC, LOJAS RENNER, MRV, NATURA, OI, P.ACUCAR-CBD, PETROBRAS, SABESP, SID NACIONAL, SOUZA CRUZ, TELEF BRASIL, TIM PART S/A, ULTRAPAR, USIMINAS e VALE.

3.3. ANÁLISE DOS MODELOS

A técnica estatística utilizada na elaboração da pesquisa foi análise de regressão linear múltipla. Avila (2010) menciona que, essa técnica é a mais utilizada quando se deseja estudar o comportamento de uma variável dependente em relação a outras que são responsáveis pela variabilidade observada nos preços. Para Scarpin *et al.* (2007), a análise de regressão possibilita

calcular o nível de sensibilidade entre a data de publicação das demonstrações contábeis e as informações do mercado de capitais das empresas analisadas.

O modelo de regressão linear múltipla descreve uma variável dependente como função de várias variáveis independentes. De acordo com Gujarati (2006), a equação do modelo, com k variáveis, é dada por:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \dots + \beta_k x_{ki} + u_i \quad (i = 1, \dots, n)$$

Onde:

Y_i é o valor da variável dependente da i -ésima observação;

x_{ki} é o valor da variável independente k da i -ésima observação, com $k = 1, \dots, p$;

u_i é o termo de erro estocásticas da i -ésima observação;

β_1 é o intercepto; e

β_k corresponde aos coeficientes parciais de regressão.

Para a validação do modelo de regressão é necessário o atendimento a determinados pressupostos, com o objetivo de obter avaliações não tendenciosas, eficientes e consistentes.

Segundo Gujarati (2006), tais pressupostos são:

- i. O modelo de regressão múltipla é linear nos parâmetros;
- ii. Os valores de X são fixos em amostras repetidas. Tecnicamente, pressupõe-se que X é não estocástico;
- iii. O termo de erro tem valor médio de zero: $E(u_i) = 0$;
- iv. Os erros são não-autocorrelacionados, isto é, são dependentes sob a condição de normalidade;
- v. A variância do termo de erro é constante: $Var(u_i) = \sigma^2$;
- vi. Ausência de covariância entre u_i e cada variável X : $cov(u_i, X_{ki}) = 0$;
- vii. Ausência de tendências de especificação; e
- viii. Não há colinearidade exata entre as variáveis X .

Diante o exposto, o atendimento a esses pressupostos será realizado através da verificação dos efeitos de linearidade, normalidade, homocedasticidade, autocorrelação, colinearidade e de pontos influentes (*outliers*).

3.4. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Buscando responder à questão-problema apresentada, foram criados dois modelos de regressão linear múltipla para verificar a relevância da publicação das informações contábeis no mercado de capitais, analisando o valor das ações das empresas que compõem a amostra antes e após a publicação.

As variáveis dependentes são:

- Modelo I: Preço da Ação antes da publicação: Considera a média da cotação de fechamento das ações, de cada empresa pertencente ao IBrX-50, 20 dias antes da data da publicação das demonstrações contábeis.
- Modelo II: Preço da Ação após a publicação: Considera a média da cotação de fechamento das ações, de cada empresa pertencente ao IBrX-50, 20 dias após da data da publicação das demonstrações contábeis.

Scarpin *et al.* (2007) utilizaram a variável Preço da Ação ao analisarem a relevância da data da publicação dos relatórios contábeis no mercado de capitais brasileiro, nos aspectos de preço da ação, retorno e número de negócios. A pesquisa mostrou evidências que a data de publicação das demonstrações contábeis e variáveis contábeis trazem reflexo no preço da ação e na quantidade de negócios.

As variáveis independentes são:

- a) Resultado: Lucro ou prejuízo líquido do exercício - A variável Resultados foi apresentada no estudo de Sarlo Neto, Teixeira, Loss e Lopes (2005) ao investigarem o impacto das

demonstrações contábeis nos preços das empresas negociadas no mercado brasileiro, de modo a verificar como os retornos de ações, ordinárias e preferenciais, reagem à divulgação dos resultados contábeis anuais.

- b) Rentabilidade do Ativo: Valor na data do exercício - O estudo de Andrade (2008) objetivou estimar se a análise de índices financeiros pode medir ou demonstrar indícios da utilização de práticas de governança corporativa como forma de criação de valor para acionistas e resultados para a empresa, através da análise e comparação de seus dados contábeis.

$$\text{Rentabilidade do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

- c) Dividendos + Juros Sobre Capital Próprio (JSCP): Valor na data do exercício - Mota (2007) analisou empiricamente as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das empresas brasileiras, avaliando-se como é feita a escolha entre os seus instrumentos: dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações.
- d) Lucro por Ação (LPA): Valor na data do exercício - Teixeira et al., (2004), testaram a hipótese de que a transparência de informação agrega valor às empresas. Para tanto, relacionaram a transparência da informação com os desempenhos contábeis e de mercado das empresas que compunham a amostra.
- e) Preço/Lucro: Valor na data do exercício - O trabalho de Costa Jr. e Neves (2000) explorou a variável Preço/Lucro ao verificar a influência de três variáveis fundamentalistas (valor de mercado, índice preço/lucro e índice valor patrimonial/preço), além do coeficiente beta, na explicação da rentabilidade média das ações negociadas à vista na BM&FBovespa, durante o período de março de 1987 a fevereiro de 1996.
- f) EBITDA: Valor na data do exercício - O estudo de Filho e Erfurth (2010) teve a intenção de prever as variações do Retorno Total ao Acionista (RTA) das empresas não financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa considerando o indicador EBITDA, tendo como pressuposto que ele influencia nos retornos aos acionistas.
- g) ROIC: Valor na data do exercício - Souza *et al.* (2013) analisaram o efeito do indicador ROIC ao investigarem o desempenho de 20 hospitais públicos e filantrópicos brasileiros, entre os anos de 2006 a 2011, por meio do cálculo e análise dos principais indicadores econômico-financeiros e operacionais dos hospitais, dentre eles o ROIC (Retorno sobre o Capital Investido).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido} - \text{Impostos Ajustados}}{\text{Capital Investido}}$$

- h) Dividendo pago/Ação: Valor na data do exercício - O trabalho de Bueno (2000) analisou a variável Dividendo pago/Ação ao verificar a relação entre o *dividend yield* e as taxas de retornos das ações, bem como a viabilidade de uma estratégia baseada em *dividend yield* históricos de “bater” o mercado, durante o período do Plano Real, em julho de 1994, a dezembro de 1999.
- i) Número de dias até a publicação: Considera o número de dias decorridos entre o encerramento do exercício (31 de dezembro de 2012) e a data da publicação (no primeiro trimestre de 2013). Espera-se que quanto mais rápido as demonstrações contábeis são publicadas, mais relevantes se tornarão para o mercado de capitais - O estudo de Scarpin *et al.* (2007) analisou a variável Número de Dias de Publicação ao verificar se a data de publicação das demonstrações contábeis altera o comportamento do mercado de capitais, nos aspectos de preço da ação, retorno e número de negócios. Os autores esperavam que quanto mais tempo uma empresa leva-se para publicar suas demonstrações, menos relevante se tornariam para o mercado e vice-versa. Os resultados encontrados mostraram evidências de que o Número de Dias de Publicação e as variáveis contábeis produziram alguma influência no preço da ação, nos retornos e no número de negócios.

3.5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Avila (2010) menciona que, as etapas para a construção de um modelo de regressão linear múltipla são: identificação das variáveis independentes; levantamento de dados; transformação de variáveis; construção do modelo; análise dos resíduos e verificação da aplicabilidade do modelo. Seguindo as etapas propostas pelo referido autor, o presente trabalho procedeu-se da seguinte forma para a determinação e análise da equação de regressão resposta do problema de pesquisa apresentado.

Primeiramente, foram definidas as variáveis independentes. Após defini-las, as informações foram coletadas no Economática® e tabeladas, registrando-se as características intrínsecas de cada variável, com a finalidade de identificar quais as variáveis seriam importantes na formação da amostra. Desse modo, das 50 empresas que compõem o indicador IBrX-50, foram excluídas 17 empresas por não apresentarem dados suficientes para análise. Assim, a amostra foi composta por 33 empresas.

O segundo passo foi coletar as cotações das empresas, considerando o período da publicação das informações contábeis referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012. Para tanto, foi pesquisado no Economática® o dia em que cada empresa publicou suas Demonstrações Financeiras anual de 2012, e com base nessa data pôde-se considerar 20 dias antes e 20 dias após a publicação das informações. Assim, foram calculadas as médias da cotação para cada empresa, de modo que, foram construídos dois modelos de regressão, um considerando as médias das cotações antes da publicação (modelo I) e outro as médias das cotações após a publicação (modelo II).

Os próximos passos foram analisar os resíduos da regressão e verificar a aplicabilidade do modelo, para que os resultados obtidos sejam realmente válidos. Para isso, foram realizados os testes para a verificação dos efeitos de linearidade, normalidade, homocedasticidade, autocorrelação, colinearidade e de pontos influentes (*outliers*). Ressalte-se que, para todos os testes estatísticos, foi utilizado um nível de significância de 5%.

Por fim, os dois modelos de regressão foram comparados para averiguar a hipótese de pesquisa. É esperado que o preço das ações reaja as informações contábeis após a publicação das Demonstrações Financeiras, sendo relevante para os investidores na tomada de decisão.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. MODELO I – VARIÁVEL DEPENDENTE: PREÇO DA AÇÃO ANTES DA PUBLICAÇÃO

- Análise da Regressão Múltipla

O R-Quadrado, denominado Coeficiente de Determinação Múltiplo, representa a proporção da variabilidade de Y explicada pelas variáveis regressoras. A regressão linear múltipla, para este modelo, forneceu um R-Quadrado igual a 36,77%, o que mostra que as variáveis independentes explicam 36,77% o valor das ações antes da publicação das informações contábeis.

Os resultados e estatísticas dos coeficientes da regressão para o modelo estão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1: Análise dos coeficientes do modelo I

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Estatística t</i>	<i>Valor-P</i>
LPA	11,08863	3,910159	2,84	0,009
EBITDA	-1,56e-06	1,49e-06	-1,05	0,304
Rentabilidade do Ativo	-6,061308	3,65022	-1,66	0,110
ROIC	1,619497	1,505028	1,08	0,293
Preço/Lucro	0,358265	0,2966138	1,21	0,239
DividendoPago/Ação	2,550968	6,480354	0,39	0,697
Dividendos+JSCP	-3,42e-07	3,36e-06	-0,10	0,920
Lucro Líquido	3,53e-06	4,00e-06	0,88	0,387
Número de Dias	-0,022635	0,2870594	-0,08	0,938
Constante	11,76972	33,61959	0,35	0,729

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Pela análise dos coeficientes, observa-se que apenas a variável LPA (Lucro por Ação) foi estatisticamente significativa ao nível de significância de 5%. O que indica que, antes da publicação das informações contábeis, apenas a divulgação do LPA, dentre os indicadores e a variável Número de Dias selecionados, impacta no valor das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50. Tal relação significativa, entre o *disclosure* e o preço da ação, pode ser considerada positiva, onde um aumento de 01 unidade monetária no LPA, aumenta 11,08863 unidades monetárias no preço médio das ações.

Os testes realizados para verificar o atendimento aos pressupostos da regressão, bem como a aplicabilidade do modelo foram:

- i. Linearidade - O teste RESET (Teste de Erro de Especificação em Regressão) foi utilizado para verificar se o modelo está bem especificado, ou seja, se a sua forma funcional está correta. Assim, com base na estatística apresentada pelo teste, igual a 0,0820, se aceita a hipótese nula de que o modelo não tem variáveis omitidas ao nível de significância de 5%, o que indica a linearidade nos parâmetros.
- ii. Normalidade - Para verificar a normalidade dos resíduos foi feito o teste de Jarque-Bera, a estatística do teste foi igual a 0,4327. Desse modo, deve-se aceitar a hipótese nula de normalidade dos resíduos ao nível de significância de 5%.
- iii. Homocedasticidade - A homocedasticidade do modelo foi verificada por meio do teste de White. A estatística apresentada foi igual a 0,4180. Assim, se aceita a hipótese nula de homocedasticidade, ou seja, a variância do termo de erro é constante, ao nível de significância de 5%.
- iv. Autocorrelação - A verificação da autocorrelação foi realizada graficamente, analisando o comportamento dos resíduos em relação aos valores estimados. Assim, foi possível verificar a inexistência da autocorrelação no modelo.
- v. Colinearidade - A presença de colinearidade entre as variáveis independentes foi analisada através do teste VIF (Fatores de Inflação da Variância). Os resultados encontrados indicam que há colinearidade, pois, as variáveis Lucro Líquido e EBITDA apresentaram um VIF maior que 10, sendo 15,77 e 13,11, respectivamente.
- vi. Pontos influentes (*outliers*) - O teste utilizado para diagnosticar as observações influentes foi o DFfits. Analisando os resultados do teste observa-se a presença de *outliers*, observações discrepantes.

- Análise da Regressão Múltipla Robusta

Visando solucionar tais problemas foi realizada a abordagem robusta. De acordo com Chagas (2011), a eliminação de observações para ajuste do modelo pode acarretar prejuízos aos resultados, pois elas, supostamente, poderão conter informações relevantes sobre os dados. Assim, ainda segundo o autor, uma alternativa é a utilização de métodos robustos de

estimação que contemplem o efeito dessas observações no sentido de amenizar o impacto em alguma estatística de interesse.

Os resultados e estatísticas dos coeficientes da regressão para o modelo robusto estão apresentados na Tabela 2.

Tabela 2: Análise dos coeficientes da regressão robusta do modelo I

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Estatística t</i>	<i>Valor-P</i>
LPA	3,614061	3,963334	0,91	0,373
EBITDA	-8,60e-06	2,52e-06	-3,41	0,003
Rentabilidade do Ativo	-17,04325	3,33479	-5,11	0,000
ROIC	11,90186	2,7162	4,38	0,000
Preço/Lucro	0,346404	0,229249	1,51	0,146
DividendoPago/Ação	9,92992	6,42426	1,54	0,138
Dividendos+JSCP	-4,75e-06	0,00001	-0,41	0,696
Lucro Líquido	0,000014	6,48e-06	2,21	0,035
Número de Dias	-0,031838	0,221665	-0,14	0,887
Constante	18,79401	26,54584	0,7	0,487

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Analisando o modelo robusto, pode-se observar, pela análise dos coeficientes, que as variáveis estatisticamente significativas ao nível de significância de 5% foram: EBITDA, Rentabilidade do Ativo, ROIC e Lucro Líquido. As variáveis EBITDA e Rentabilidade do Ativo apresentaram uma relação negativa, em que, para ambas as variáveis, um aumento de 01 unidade monetária no indicador, diminui 8,60e-06 e 17,04325, respectivamente, unidades monetárias no preço médio das ações. No entanto, as variáveis ROIC e Lucro Líquido, assumem uma relação positiva com o preço da ação, considerando um aumento de 11,90186 e 0,0000147 unidades monetárias, respectivamente, no preço médio das ações.

4.2. MODELO II – VARIÁVEL DEPENDENTE: PREÇO DA AÇÃO APÓS A PUBLICAÇÃO

- Análise da Regressão Múltipla

O R-Quadrado da regressão linear múltipla para este modelo foi igual a 35,72%, o que mostra que as variáveis independentes explicam 35,72% o valor das ações após a publicação das informações contábeis.

Os resultados e estatísticas dos coeficientes da regressão para o modelo estão apresentados na Tabela 3.

Tabela 3: Análise dos coeficientes do modelo II

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Estatística t</i>	<i>Valor-P</i>
LPA	8,966989	3,692361	2,43	0,023
EBITDA	-1,18e-06	1,40e-06	-0,84	0,409
Rentabilidade do Ativo	-4,41637	3,446	-1,28	0,213
ROIC	1,3264	1,42119	0,93	0,360
Preço/Lucro	0,46685	0,280092	1,67	0,190
DividendoPago/Ação	1,74158	6,11935	0,28	0,778
Dividendos+JSCP	-7,32e-06	3,17e-06	-0,23	0,820
Lucro Líquido	2,65e-06	3,78e-06	0,7	0,490
Número de Dias	-0,02747	0,2710	-0,1	0,920
Constante	11,3131	31,74696	0,35	0,725

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Pela análise dos coeficientes, verifica-se que apenas a variável LPA (Lucro por Ação) foi estatisticamente significativa ao nível de significância de 5%. As evidências mostram que, após a publicação das informações contábeis, apenas o LPA, dentre os indicadores selecionados, impacta no valor das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50. Tal relação significativa é considerada positiva, onde um aumento de 01 unidade monetária no LPA, aumenta 8,966989 unidades monetárias no preço médio das ações.

Os testes realizados para verificar o atendimento aos pressupostos da regressão, bem como a adequabilidade do modelo foram:

- i. Linearidade - O teste RESET foi utilizado para verificar se o modelo está bem especificado. Com base na estatística apresentada, igual a 0,0669, se aceita a hipótese nula de que no modelo não há variáveis omitidas, ao nível de significância de 5%, o que indica que sua forma funcional esteja correta.
- ii. Normalidade - A normalidade dos resíduos foi verificada através do teste de Jarque-Bera, a estatística de teste foi igual a 0,0504. Assim, se aceita a hipótese nula de normalidade dos resíduos ao nível de significância de 5%.
- iii. Homocedasticidade - Para verificar a homocedasticidade do modelo foi realizado o teste de White. A estatística apresentada foi igual a 0,4180. Desse modo, deve-se aceitar a hipótese nula de homocedasticidade ao nível de significância de 5%.
- iv. Autocorrelação - A autocorrelação foi analisada graficamente, analisando o comportamento dos resíduos em relação aos valores estimados, portanto, foi possível verificar a inexistência da autocorrelação no modelo, pois os pontos se distribuem aleatoriamente, sem alguma tendência definida.
- v. Colinearidade - A presença de colinearidade entre as variáveis independentes foi verificada através do teste VIF (Fatores de Inflação da Variância). Os resultados mostraram que há colinearidade entre as variáveis independente: Lucro Líquido e EBITDA, pois apresentaram um VIF maior que 10, sendo 15,77 e 13,11, respectivamente. Uma explicação para esta colinearidade pode ser a inclusão de muitas variáveis independentes, conforme menciona Avila (2010).
- vi. Pontos influentes (*outliers*) - O teste de diagnóstico de observações influentes utilizado foi o DFfits. Os resultados encontrados mostraram a presença de *outliers*.

- Análise da Regressão Múltipla Robusta

Seguindo a sugestão de Chagas (2011), foi utilizada a regressão robusta para corrigir os problemas mencionados neste estudo, conforme abordado no modelo I.

Os resultados e estatísticas dos coeficientes da regressão para o modelo robusto estão apresentados na Tabela 4.

Tabela 4: Análise dos coeficientes da regressão robusta do modelo II

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Estatística t</i>	<i>Valor-P</i>
LPA	3,847997	3,955647	0,97	0,342
EBITDA	-9,68e-0	2,51e-0	-3,8	0,001
Rentabilidade do Ativo	-16,51704	3,32832	-4,9	0,000
ROIC	12,82081	2,71102	4,7	0,000
Preço/Lucro	0,437909	0,228802	1,9	0,070
DividendoPago/Ação	5,54792	6,41180	0,8	0,397
Dividendos+JSCP	-0,000012	0,00001	-1,0	0,308
Lucro Líquido	0,000012	6,47e-0	1,9	0,071
Número de Dias	-0,057141	0,221232	-0,2	0,799
Constante	22,08202	26,49432	0,8	0,414

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Pela análise dos coeficientes do modelo robusto, pôde-se observar que as variáveis estatisticamente significativas ao nível de significância de 5% foram: EBITDA, Rentabilidade do Ativo e ROIC. O que se difere do primeiro modelo, no qual a variável Lucro Líquido também foi estatisticamente significativa. As variáveis EBITDA e Rentabilidade do Ativo, apresentaram uma relação negativa, em que, para ambas as variáveis, um aumento de 01 unidade monetária no indicador, diminui $9,68e-06$ e $16,51704$, respectivamente, unidades monetárias no preço médio das ações após a publicação das informações contábeis. Entretanto, a variável ROIC, apresenta uma relação positiva com o preço da ação, considerando um aumento de $12,82081$ unidades monetárias no preço médio das ações.

4.3. COMPARAÇÃO DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Considerando os dois modelos de regressão linear múltipla apresentados após o ajuste pelo método robusto, verifica-se que tanto antes quanto após a publicação das Demonstrações Financeiras houve uma sensibilidade parcial do mercado de capitais em relação ao apreçamento das ações objeto da pesquisa. Ou seja, para o mercado de capitais, dentre as variáveis independentes analisadas, apenas o EBITDA, a Rentabilidade do Ativo, e o ROIC apresentaram algum efeito significativo ao serem publicadas pelas empresas. Tal fato indica que, o mercado de capitais já acompanha os indicadores financeiros, no que tange a amostra selecionada, e por isso os resultados dos modelos apresentados não se diferenciaram consideravelmente. Entretanto, a variável contábil Lucro Líquido também foi significativa para o modelo I, o que evidencia que após a publicação das informações o mercado deixa de considerá-la como sendo relevante para o apreçamento das ações.

Ressalta-se que, a variável Número de Dias até a publicação, em nenhum dos modelos foi estatisticamente significativa. Assim sendo, considerando a amostra selecionada, pode-se dizer que o fato das empresas publicarem suas Demonstrações Financeiras mais rápido não as tornam mais relevantes para o mercado de capitais.

As variáveis contábeis que, de nenhuma maneira, não tiveram influencia no preço da ação após a publicação das Demonstrações Financeiras podem ser explicadas pelo fato de, mesmo que as empresas não tenham publicado ainda as Demonstrações Financeiras referente ao exercício findo de 2012, já ter sido divulgado o Balanço referente ao primeiro trimestre do próximo ano, no caso, 2013, de modo que o mercado já conhece os resultados.

Em virtude disso, a hipótese desta pesquisa deve ser parcialmente aceita, considerando que o preço das ações não reage a alguns indicadores e ao Número de Dias, de modo que apenas as variáveis EBITDA, Rentabilidade do Ativo, ROIC e o Lucro Líquido produziram algum efeito significativo sobre o preço das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50, conforme apresentado anteriormente nas Tabelas 2 e 4.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo verificar, de modo empírico, a existência de associação entre a publicação de informações contábeis e o valor das ações de empresas do mercado de capitais brasileiro, pertencentes ao índice IBrX-50 da BM&FBovespa, e contribuir para a discussão do tema apresentado no que tange à amostra selecionada. A hipótese nula de pesquisa considerada foi a de que os preços das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50 no mercado de capitais brasileiro reagem à publicação de informações contábeis.

Pela análise apresentada, aceitou-se parcialmente a hipótese de pesquisa, considerando que algumas variáveis contábeis produziram algum efeito sobre o preço das ações das empresas pertencentes ao IBrX-50, e verificou que o fato das empresas publicarem suas Demonstrações Financeiras mais rápido não as tornam mais relevantes para o mercado de capitais. Contudo, o fato do Balanço trimestral, referente ao primeiro trimestre do ano

subsequente ao das Demonstrações Financeiras analisadas, ser divulgado antes da publicação dos resultados do exercício social de 2012, pode ser uma explicação para algumas variáveis contábeis não apresentarem influência no preço da ação após a publicação das Demonstrações Financeiras.

Quanto à fundamentação matemática utilizada, pode-se dizer que a estatística inferencial é uma excelente ferramenta para análise dos dados, conforme afirma Avila (2010). Os testes estatísticos realizados objetivaram eliminar qualquer subjetividade que poderia ocorrer em uma avaliação. Através da regressão linear múltipla foi possível obter um modelo que representasse o comportamento do mercado de capitais, considerando a amostra e o período selecionados.

Pesquisas futuras são relevantes, principalmente, para analisar se, em outros períodos e com outras amostras, os resultados se mantêm ou se divergem, visto que, os resultados apresentados são para um período e amostra específicos. Sugere-se, também, estudos segregando por segmento empresarial ou outros indicadores da BM&FBOVESPA.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, G. A. R. (2008). Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. *InternexT-Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, v. 3, n. 1, p. 39-53.
- AVILA, F. M. (2010). Regressão linear múltipla: ferramenta utilizada na determinação do valor de mercado de imóveis. 2010. Recuperado em 26 de outubro, 2014, de <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/28569>>.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- BERNARDO, H. P. (2001). Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, FEA/USP, São Paulo.
- BEUREN, Ilse Maria (Organizadora). (2008). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. (3. ed.) São Paulo: Atlas.
- BM&FBovespa. (2014). Índice Brasil 50 - IBRX 50. Recuperado em 21 de março, 2014, de <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBRX50&Idioma=pt-br>>.
- BUENO, A. F. (2000). Análise empírica do “Dividend Yield” das ações brasileiras. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- CHAGAS, E. N. (2011). Eficiência de estimadores robustos a observações discrepantes em regressão multivariada com aplicação na análise sensorial de café. Tese (Doutorado em Estatística e Experimentação Agropecuária). Universidade Federal de Lavras, Minas Gerais.
- CORDEIRO, C. M. R. (2002). Evidenciação (disclosure) nas demonstrações financeiras: uma abordagem internacional. Conselho Regional de Contabilidade do Paraná. Ano 27, nº 134, 3º Quadrimestre de 2002. Recuperado em 29 de março, 2014, de <<http://www.crcpr.org.br/new/content/publicacao/revista/revista134/index.html>>.
- COSTA JR., N. C. A.; NEVES, M. B. E. (2000). Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. *Revista Brasileira de Economia*, v. 54, n. 1, p. 123-137.

DYE, R. (2001). *An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235.

FILHO, J. R. T.; ERFURTH, A. E. (2010). Análise da correlação entre o EBITDA e o RTA das empresas não financeiras do novo mercado da Bovespa nos anos 2006 e 2007. *Espacios*, v. 31, p. 4.

GIL, A. C. (1999). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. (5. ed.) São Paulo: Atlas.

GONÇALVES, O.; OTT, E. (2002). A evidenciação nas companhias brasileiras de capital aberto. *Anais ENANPAD*, v. 26, 2002, Salvador, BA, Brasil.

GUJARATI, D. N. (2006). *Econometria básica*. (5. ed.) Rio de Janeiro: Elsevier.

IBGC. (2014). Governança corporativa. Recuperado em 05 de junho, 2014, de <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>.

KPMG. (2013). A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus Formulários de Referência. Recuperado em 05 de junho, 2014, de <http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf>

LANZANA, A. P. (2004). Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

LEI Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Lei das S/As. Recuperado em 05 de junho, 2014, de <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>.

LIMA, G. A. S. F. (2007). Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

LIMA, G., LIMA, I. S., FÁVERO, L. P., & GALDI, F. C. (2007). Influência do *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros. In Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Vol. 7).

LIMA, E. M. (2009). Análise comparativa entre o índice *disclosure* e a importância atribuída por *stakeholders* a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituição de ensino superior filantrópicas do Brasil: uma abordagem da teoria da divulgação. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

MARQUES, V. A.; CASTRO, R. D. (2013). Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*. v.32, n. 3.

MATARAZZO, D. C. (2003). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

MOTA, D. C. (2007). Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação da EAESP/FGV, São Paulo, SP, Brasil.

MURCIA, F., SOUZA, F. D., DILL, R. P., & COSTA, J. (2010). Impacto do nível de *disclosure* corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. In 10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

NETO, A. S. (2004). A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, FUCAPE, Vitória, ES, Brasil.

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), 46-58.

PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. (2004). A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*. v.15, n. 36.

PONTE, V. M. R., OLIVEIRA, M. C., MOURA, H., & DO CARMO, R. C. D. A. (2007). Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 50-62.

PROCIANOY, J. L.; ROCHA, C. F. P. (2002). *Disclosure* das cias abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores. *Anais XXVI ENANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

ROMACHO, J. C.; CIDRAIS, V. G. (2007). A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos. *Revista de Estudos Politécnicos Polytechnical Studies Review* 2007, Vol IV, n.º 7, 235-252.

SCARPIN, J. E.; PINTO, J.; BOFF, M. L. (2007). A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil. *Anais 7º Congresso Universidade de São Paulo de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil.

SILVA, D. A. (2013). O impacto do nível de *disclosure* sobre o custo de capital próprio e de terceiros das companhias abertas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.

SOUZA, A. A. de, AVELAR, E. A., TORMIN, B. F., & DA SILVA, E. A. (2014). Análise financeira e de desempenho em hospitais públicos e filantrópicos brasileiros entre os anos de 2006 a 2011. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 17(1).

TEIXEIRA, A. C. C.; FORTUNATO, G.; AQUINO, A. C. B. (2004). Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. *Anais 4º Congresso Universidade de São Paulo de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil.

VERRECCHIA, R.E. (2001). *Essays on Disclosure. Journal of Accounting & Economics*. v. 32, p. 97-180.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. (2006). Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas