

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

OCTAVIO LOCATELLI

**IMPACTO DA EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO VALOR DAS
AÇÕES DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

VITÓRIA

2016

OCTAVIO LOCATELLI

**IMPACTO DA EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO VALOR DAS
AÇÕES DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa.

VITÓRIA

2016

OCTAVIO LOCATELLI

**IMPACTO DA EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES NO VALOR DAS
AÇÕES DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Aprovada em 06 de setembro de 2016.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA

Orientador (FUCAPE)

Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR

(FUCAPE)

Prof. Dr. FELIPE RAMOS FERREIRA

(FUCAPE)

AGRADECIMENTOS

A Deus, criador da vida, por todas as bênçãos recebidas.

À minha família, por todo o suporte essencial para minha caminhada acadêmica, e por todo o exemplo para a minha vida.

Ao meu orientador Prof. Dr. Valcemiro Nossa e aos membros da banca de qualificação Prof. Dr. Felipe Ramos Ferreira e Prof. Dr. Danilo Soares Monte-Mor, por todas as contribuições que foram fundamentais para a realização desta dissertação.

A todos os professores que ao longo da caminhada contribuíram para minha formação e para a realização deste trabalho.

À Secretaria de Pesquisa, Ana Rosa, Lorene e Maria, pela companhia e pelo suporte durante as pesquisas.

Aos amigos que tornaram a caminhada mais prazerosa e a enriqueceram de experiências.

À Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, por oferecer profissionais de excelência e todas as ferramentas necessárias à minha formação.

À Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo – FAPES, pelo apoio financeiro.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é verificar se a divulgação de informações impacta no valor das ações das Sociedades de Economia Mista (SEM). De forma específica, se a divulgação das demonstrações contábeis, de comunicados ao mercado e da classificação de *rating* do governo afetam o valor das ações das SEM. A base teórica utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa se pauta na Teoria da Divulgação e de Transferência Informacional. A pesquisa é composta por 3514 observações, delineadas por empresa e por ano, sendo que dessas 239 são de SEM. Os eventos de divulgação de demonstrações contábeis e de comunicados ao mercado foram coletados manualmente no site da CVM e os eventos de *rating* soberano, coletados no site da Secretaria do Tesouro Nacional, todos compreendidos no período de 2003 a 2015. Para verificar se a divulgação de informações impacta o valor das ações das sociedades abertas foram realizadas regressões múltiplas, que demonstraram que os retornos anormais acumulados são impactados pelas divulgações obrigatórias, voluntárias e pelas classificações de *rating* do governo. Além disso, observou-se ainda que o impacto das divulgações voluntárias e de classificação de *rating* soberano é adicional para as SEM. O que leva a concluir que os investidores reagem à divulgação de demonstrações financeiras, comunicados ao mercado e de classificações de *rating* do governo e que reagem de forma adicional com relação às SEM quando se trata de divulgação voluntária e de classificação de *rating* do governo.

Palavras-chave: Evidenciação de Informações. Transferência Informacional. Sociedades de Economia Mista.

ABSTRACT

The objective of this research is to verify that the disclosure of information impacts the value of the stocks of the Mixed Economy Societies (SEM). Specifically, if the disclosure of financial statements, of announcements to the market and the government's rating classification affect the value of the stocks of SEM. The theoretical basis used for the development of this research is guided in the Theory of Disclosure and Information Transfer. The research consists of 3514 observations, outlined by company per year, and of these 239 are SEM. The events of disclosure of financial statements and notices to the market were collected manually on the CVM website and the sovereign rating events, collected by the National Treasury Secretariat website, all included in the 2003-2015 period. To verify that the disclosure of information impacts the value of the shares of public companies were carried out multiple regressions showed that the cumulative abnormal returns are impacted by the mandatory disclosures, voluntary and by government rating classifications. In addition, it was observed although the impact of voluntary disclosures and sovereign rating classification is additional to the SEM. What leads to the conclusion that investors react to the disclosure of financial statements, market communications and government rating classifications and react additional form with respect to SEM when it comes to voluntary disclosure and government rating classification.

Keywords: Disclosure of Information. Information transfer. Mixed Economy Societies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição da Amostra.....	27
Tabela 2 – Descrição da Amostra por Setor	33
Tabela 3 – Caracterização da Amostra.....	34
Tabela 4 – Correlações das Variáveis de Controle.....	34
Tabela 5 – Resultado das Regressões	35
Tabela 6 – Regressões dos Modelos - Setor de Finanças e Seguros.....	37
Tabela 7 – Regressões dos Modelos - Excluído o Setor de Finanças e Seguros.....	38

LISTA DE SIGLAS

APT - *Arbitrage Price Theory*

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CAR - *Cumulative Abnormal Return*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

SEM - Sociedades de Economia Mista

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO.....	13
2.1.1 Disclosure Obrigatório.....	14
2.1.2 Disclosure Voluntário.....	18
2.1.3 Disclosure Involuntário.....	20
2.2 TRANSFERÊNCIA INFORMACIONAL	23
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	26
4 RESULTADOS	33
5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	41
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS	46

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, as sociedades de economia mista (SEM) são agentes econômicos de relevância e se apresentam em número expressivo, visto que são uma das formas de atuação do governo na economia (RIBEIRO; ALVES, 2006). Porém, além dos diversos problemas de ineficiência do governo em setores vitais ao desenvolvimento do país (RICHA JUNIOR, 2013), as SEM sofrem os riscos de influência política que são capazes de afetar o valor das empresas nas quais o governo é sócio (KUSCH BREY et al., 2014). Como exemplos podemos citar o contraditório comportamento do governo na administração de preços para os combustíveis adotados pela Petrobras (VITA; ANDREOTTI, 2014) e de forma semelhante para o setor elétrico (BARRIONUEVO, 2015; AZEVEDO; SERIGATI, 2015), além dos atrasos nos repasses do Tesouro Nacional aos bancos do governo, entre eles o Banco do Brasil, nas chamadas pedaladas fiscais (CRUZ, 2016).

Soma-se a esse contexto o fato de que o valor das ações de uma empresa pode ser afetado pelo seu *disclosure* e pelo *disclosure* de terceiros, como visto nas pesquisas de transferência informacional e na pesquisa de Lima et al. (2012), na qual verificou-se que o *disclosure* de uma companhia afetou o valor das ações de uma empresa concorrente. Assim, essa pesquisa visa inferir se a divulgação de informações, próprias e do governo, afeta as SEM.

Alguns dos estudos anteriores mais citados sobre o *disclosure* são os de Skillius e Wennberg (1998), Verrecchia (2001) e Dye (2001), que discorrem acerca das teorias envolvendo o *disclosure* e suas classificações.

Segundo Skillius e Wennberg (1998), há três categorias de *disclosure*: o *disclosure* involuntário, que é a evidência da informação sobre as atividades da

companhia sem sua permissão e contrária à sua vontade, o *disclosure* obrigatório, que é a evidência da informação sobre as atividades da companhia que são exigidas por lei, e o *disclosure* voluntário, que é a evidência de informações em uma base voluntária.

Para Verrecchia (2001) os estudos sobre o *disclosure* estão divididos em três categorias: a que pondera sobre a relação entre o *disclosure* voluntário e a reação dos acionistas (*association-based disclosure*); a que discorre sobre os motivos propulsores da exposição das informações (*discretionary - based disclosure*); e a baseada na eficiência (*efficiency-based disclosure*).

Dye (2001) afirma que os poucos estudos sobre o *disclosure*, principalmente obrigatório, podem não ser suficientes para se dizer que há uma teoria, mas que a evidenciação voluntária pode ser compreendida como um problema da Teoria dos Jogos, ou seja, a empresa realiza o *disclosure* voluntário se for interessante para ela.

As pesquisas empíricas que relacionam *disclosure* a valor ou volatilidade das ações podem ser separadas de acordo com a classificação de Skillius e Wennberg (1998) pelo tipo de *disclosure* estudado. Por exemplo, destacam-se algumas pesquisas sobre *disclosure* involuntário (FERNANDES, 2013; MENDES, 2013; NOGUEIRA; ANGOTTI, 2011; DASGUPTA et al., 2006; MURCIA; MURCIA; BORBA, 2013; CREIGHTON; GOWER; RICHARDS, 2007; JORION; LIU; SHI, 2005; LINCIANO, 2004), *disclosure* voluntário (SOUSA et al., 2014; LIMA et al., 2012; MURCIA et al., 2011; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; FRINO et al., 2013) e *disclosure* obrigatório (MALAQUIAS; LEMES, 2015; MUGALOGLU; ERDAG, 2011; JIRASAKULDECH et al., 2011; KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; FERNANDES, 2012; MARQUES et al., 2010; SADEGHZADEH; KARIMI, 2010; TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008; SARLO NETO et al., 2005).

De forma específica, entre as pesquisas que verificaram impacto entre *disclosure* e valor das ações, pode-se destacar Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) e Sarlo Neto et al. (2005), que estudaram a divulgação de demonstrações financeiras; Lima et al. (2012), que abordaram a divulgação voluntária; Fernandes (2013), Nogueira e Angotti (2011) e Dasgupta et al. (2006), que analisaram o *disclosure* ambiental; e Murcia, Murcia e Borba (2013), Creighton, Gower e Richards (2007), Jorion, Liu e Shi (2005) e Linciano (2004), que pesquisaram a classificação de *rating*.

Partindo do contexto apresentado, emerge a questão a ser respondida por esta pesquisa: **A divulgação de informações impacta no valor das ações das Sociedades de Economia Mista?**

O objetivo desta pesquisa é verificar se a divulgação de informações impacta no valor das ações das SEM. De modo específico, a pesquisa busca inferir se a divulgação de informações obrigatórias, por meio da publicação de demonstrações contábeis, voluntárias, por meio da publicação de comunicados ao mercado, e do governo, por intermédio da classificação de *rating* do governo afetam o valor das ações das SEM.

A justificativa desta pesquisa está na importância de uma melhor compreensão do mercado de ações brasileiro, do comportamento das ações e reação dos investidores à divulgação de informações. Além de verificar a relevância e a funcionalidade da contabilidade, dos comunicados ao mercado e das classificações de *rating* soberano como redutores da assimetria de informações entre empresas e investidores.

Adicionalmente, esta pesquisa se justifica também pela necessidade, apontada por Dye (2001), de ampliar os estudos sobre o tema *disclosure*, contribuindo para o

amadurecimento do assunto e o desenvolvimento da teoria. Além disso, o estudo se deu na relação entre governo e sociedades mistas, visto que essas são agentes econômicos importantes e expressivos no Brasil (RIBEIRO; ALVES, 2006). Somado a isso Kusch Brey et al. (2014) afirmaram que empresas que possuem o governo como acionista majoritário sofrem riscos de interferência política capazes de diminuir o valor das empresas. Outro ponto relevante é o fato de que estudos indicam que o *disclosure* influencia a expectativa dos investidores e acionistas, e por consequência o valor das ações (LIMA et al., 2012). Dietrich (1989) afirma ainda que os investidores podem interpretar o *disclosure* para avaliar o valor das ações não só da própria empresa, mas também de outras. Dessa forma a pesquisa busca aprofundar os estudos já realizados e avaliar se o *disclosure* obrigatório, voluntário e do governo afetam o valor das ações das SEM.

A estrutura da pesquisa se inicia com a introdução, contextualizando o tema, trazendo a problemática, objetivo e justificativa. A segunda parte trata do referencial teórico, trazendo as classificações de *disclosure*, com conceitos e estudos anteriores. Depois, a metodologia a ser aplicada para solucionar o problema, com o método, campo de estudo, população, amostra e as técnicas de coleta e análise de dados. O quarto capítulo apresenta os testes e os resultados estatísticos. As interpretações e suas discussões com a teoria são expostas após os resultados. Por fim, as considerações finais, resumindo o processo da pesquisa evidenciando os resultados, conclusões, limitações e sugestões futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Segundo Salotti e Yamamoto (2005) o propósito da Teoria da Divulgação é explicar os fenômenos decorrentes da divulgação de informações financeiras. Uma das perspectivas estudadas é o impacto da divulgação de informações no valor das ações das companhias.

Para alguns autores a área é mais ampla, não se restringindo a informações financeiras. Como afirmam Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) e Von Alberti-Alhtaybat, Hutaibat e Al-Htaybat (2012), o *disclosure* corporativo é um termo de grande alcance, tratando da evidenciação de informações, financeiras ou não, numéricas ou qualitativas, obrigatórias ou voluntárias, por meio físico ou digital. Além disso, pode ser integrado a essa definição, a divulgação de informações de forma involuntária (SKILLIUS; WENNBORG, 1998).

Verrecchia (2001) afirma não haver uma teoria da divulgação unificada ou integrada, visto que não existe um paradigma central que dê base a todas as pesquisas, mas que essas examinam pequenas partes do todo. Porém, visando dar um passo preliminar no fortalecimento da teoria, classificou as pesquisas em *association-based disclosure*, que relaciona *disclosure* voluntário e reação dos acionistas; *discretionary - based disclosure* que estuda a motivação da divulgação; e *efficiency-based disclosure* que engloba as pesquisas baseadas na eficiência.

Healy e Palepu (2001) fizeram uma revisão da literatura sobre *disclosure* a fim de ampliar e prover uma nova análise sobre a teoria, assim como Core (2001) e Von Alberti-Alhtaybat, Hutaibat e Al-Htaybat (2012). Porém, da mesma forma que Dye

(2001), Verrecchia (2001) demonstra a necessidade de estudos novos, mais profundos e em maior quantidade sobre este tema.

Healy e Palepu (2001), seguindo a classificação apresentada por Skillus e Wennberg (1998), discorrem ainda que as organizações podem divulgar informações obrigatórias, por exemplo, por intermédio dos relatórios financeiros, voluntárias, por meio de comunicados na imprensa e relatórios corporativos e, involuntárias, por meio de analistas financeiros e da imprensa. Eles afirmam ainda que essa divulgação é essencial para que o mercado de capitais funcione eficientemente.

Sobre testes empíricos, Verrecchia (2001) descreve ainda que são necessárias melhores teorias e melhores metodologias empíricas para tratar de *disclosure*. Leuz e Wysocki (2008) destacam que a maioria dos estudos sobre *disclosure* são relacionados ao *disclosure* voluntário, o que provoca uma escassez de estudos sobre *disclosure* obrigatório e sobre *disclosure* involuntário. Corroborando com Healy e Palepu (2001) que afirmam que esse é um rico campo de estudos acadêmicos.

2.1.1 Disclosure Obrigatório

O *disclosure* obrigatório é a evidência de informações sobre as atividades da companhia que é exigida por lei, segundo a classificação de Skillus e Wennberg (1998).

Definição esta que também pode ser completada como a divulgação de informações que são exigidas das empresas, por meio de regulações, que independe de qualquer relação entre custo e benefício para divulgar (MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014).

Algumas pesquisas empíricas que relacionam *disclosure* obrigatório a volatilidade, preço e retorno de ações, podem ser destacadas: Malaquias e Lemes (2015), Mugaloglu e Erdag (2011), Jirasakuldech et al. (2011), Kirch, Lima e Terra (2012), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), Sarlo Neto et al. (2005), Sadeghzadeh e Karimi (2010), Marques et al. (2010) e Fernandes (2012).

Malaquias e Lemes (2015) analisaram a relação entre o nível de *disclosure* de relatórios financeiros e a volatilidade do retorno dos títulos de empresas brasileiras listadas na NYSE. Para isso, Malaquias e Lemes (2015) estudaram os relatórios contábeis de 24 empresas brasileiras que possuíam ADRs níveis II ou III na NYSE, no período de 2002 a 2006. Como resultados, Malaquias e Lemes (2015) encontraram que quanto maior o nível de *disclosure* menor a volatilidade dos retornos de seus títulos, além disso, eles verificaram também que há relação entre o nível de *disclosure* e o tamanho das companhias.

Ao examinar o impacto da divulgação de informações na volatilidade dos retornos das ações Mugaloglu e Erdag (2011) estudaram o index ISE-30 após a implantação da *Istanbul Stock Exchange Public Disclosure Platform*. E, de forma contrária a Malaquias e Lemes (2015), Mugaloglu e Erdag (2011) encontraram que para algumas empresas não há impacto na volatilidade e para outras a relação é positiva, mostrando que a expectativa de menor incerteza e volatilidade após a implantação da plataforma não se concretizou.

Também estudando a volatilidade Jirasakuldech et al. (2011) estudaram a relação entre transparência financeira, proteção ao investidor e comportamento do mercado acionário. Para isso, estudaram índices de *disclosure* e de proteção ao investidor de 16 países e trouxeram como conclusões que as ações de países com pouca divulgação são mais voláteis do que de países mais divulgadores, além disso,

que a transparência de informações e os direitos de proteção ao investidor diminuem a volatilidade do mercado e também a ocorrência de grandes aumentos e declínios no mercado.

Para identificar os fatores que determinam a defasagem da divulgação das demonstrações financeiras Kirch, Lima e Terra (2012) estudaram as empresas brasileiras que formavam o índice Ibovespa no período de 1997 a 2009. Os autores observaram em 83 companhias, 13 variáveis explicativas para a defasagem, dentre as quais apenas 3 tiveram relação estatística com a defasagem. Kirch, Lima e Terra (2012) concluíram que a divulgação de demonstrações que apresentem prejuízos e a volatilidade estão vinculados de forma positiva a defasagem e a alavancagem de controle está negativamente vinculada.

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) estudaram como o valor das ações é impactado pela divulgação de prejuízos de empresas do Ibovespa. Para isso, realizaram um estudo de eventos com 22 companhias que formavam o índice Ibovespa no ano de 2005, analisando 40 eventos ocorridos de 2000 a 2004. Obtiveram como resultados que ocorreram queda de preços e de retornos na maioria das empresas estudadas após a divulgação de prejuízos.

Ao proceder um estudo de eventos para verificar o impacto do *disclosure* de demonstrações contábeis no valor das ações, ordinárias e preferenciais, Sarlo Neto et al. (2005) analisaram 93 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), analisando o período de 1995 a 2001. Sarlo Neto et al. (2005) encontraram que o preço das ações preferenciais está positivamente relacionado com o resultado das demonstrações, porém, que o valor das ações ordinárias só tem relação significativa com a demonstração de resultados negativos, corroborando com Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008).

Já Sadeghzadeh e Karimi (2010) investigaram o impacto do *disclosure* obrigatório e voluntário no valor das ações de empresas do Tehran Stock Exchange. Para isso, estudaram 91 companhias participantes do Tehran Stock Exchange nos anos de 2002 a 2009, utilizando um *checklist* e o índice de Jensen. E observaram que nesse mercado, tanto o *disclosure* obrigatório quanto o voluntário não influenciam os investidores na tomada de decisão.

Também sem encontrar relação significativa, Marques et al. (2010) verificaram se o valor das ações de companhias participantes do Novo Mercado da BOVESPA é impactado pela publicação de Fatos Relevantes. Para realizar a pesquisa, procederam um estudo de eventos com 92 publicações de fatos relevantes de 20 empresas do Novo Mercado. E como resultados Marques et al. (2010) observaram que a maioria dos fatos relevantes não influenciaram significativamente no preço das ações.

Da mesma forma, sem verificar impacto, Fernandes (2012) analisou se o *disclosure* ambiental está relacionado com o retorno anormal das companhias abertas. Para isso fez uma análise de conteúdo em notas explicativas, relatórios de informações ambientais e relatórios da administração com 154 empresas listadas na BOVESPA. Fernandes (2012) concluiu que não há relação entre o retorno anormal e o *disclosure* ambiental, além disso, que não há reação por parte dos acionistas sobre o *disclosure* ambiental positivo ou negativo.

Partindo dos conceitos de *disclosure* obrigatório, que se referem à divulgação de informações exigidas por lei (SKILLIUS; WENNBORG, 1998; MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014), tendo em vista a Lei 6.404/1976 que obriga a divulgação das demonstrações financeiras e a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 247/1996 que orienta sobre a elaboração e a divulgação das mesmas, e

baseando-se nas pesquisas de Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) e Sarlo Neto et al. (2005), que relacionam a divulgação das Demonstrações Financeiras à valor das ações, além de levar em consideração o campo de estudo da pesquisa, constrói-se a primeira hipótese:

H₁: O *disclosure* obrigatório, das Demonstrações Financeiras Padronizadas, impacta o valor das ações das sociedades anônimas de capital aberto.

2.1.2 Disclosure Voluntário

O *disclosure* voluntário pode ser definido como a divulgação de informações pelas empresas de forma discricionária (SKILLIUS; WENNERBERG, 1998), tendo por base a relação entre custo e benefício para divulgar (MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014). De forma semelhante, Dye (2001) trata o *disclosure* voluntário como um caso particular da Teoria dos Jogos, no qual a empresa divulgaria as informações se essas fossem benéficas para ela.

Adicionalmente, Sousa et al. (2014) afirmam que as organizações divulgam informações de forma voluntária para se diferenciarem no mercado, orientando os investidores a tomar decisões que maximizem o valor das mesmas.

Malacrida e Yamamoto (2006), Murcia et al. (2011), Sousa et al. (2014), Lima et al. (2012) e Frino et al. (2013) realizaram estudos empíricos relacionando *disclosure* voluntário a volatilidade, valor das ações e valor de mercado de companhias.

Malacrida e Yamamoto (2006) verificaram se o nível de *disclosure* das empresas que compunham o índice Ibovespa possui relação com a volatilidade dos retornos das ações. Eles analisaram a demonstração de informações obrigatórias e

voluntárias por meio de relatórios anuais do ano de 2002 de 42 companhias que formavam o índice Ibovespa e os retornos médios de suas ações. Os resultados encontrados indicam que quanto maior o nível de evidenciação menor a volatilidade dos retornos das ações. Porém, esse resultado se verifica com relação à divulgação de informações voluntárias, ou complementares, visto que eles não encontraram diferenças significativas no nível de *disclosure* obrigatório.

Com propósito semelhante, Murcia et al. (2011) pesquisaram se o nível de *disclosure* impacta na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. Para isso fizeram uma análise de conteúdo, de divulgação voluntária, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas das 100 maiores empresas da BOVESPA, excetuando-se as financeiras. Murcia et al. (2011) verificaram que a volatilidade das ações é impactada pelo *disclosure* corporativo econômico, porém o *disclosure* socioambiental e o *disclosure* total não apresentaram significância para alterar a volatilidade das ações.

Pesquisando se há relação entre o *disclosure* voluntário com o valor de mercado das companhias Sousa et al. (2014) estudaram as empresas listadas na BOVESPA, também classificando o *disclosure* em social, ambiental e econômico. Para isso fizeram uma análise das Demonstrações Financeiras e dos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade de 97 empresas listadas na BOVESPA, no período de 2007 a 2011. Sousa et al. (2014) encontraram como resultados que há relação positiva entre *disclosure* voluntário econômico e valor de mercado, há relação negativa entre *disclosure* voluntário ambiental e valor de mercado, e que essa relação não existe para o *disclosure* voluntário social.

Já Lima et al. (2012) estudaram se o nível de *disclosure* afeta o valor das ações das empresas. Para tal realizaram um estudo experimental simulando um mercado de

capitais com duas empresas e 353 participantes, na qual uma das empresas divulgava informações sobre o desempenho e a outra não. E trouxeram como conclusões que o nível de *disclosure* das organizações impacta as perspectivas dos investidores, e, por conseguinte, no valor das ações. Além disso, averiguaram também que a política de *disclosure*, dos dividendos e a estrutura de capital afetam não só o valor das ações da própria empresa como também das concorrentes que não fazem as mesmas divulgações.

Frino et al. (2013) examinou o efeito do aumento da evidenciação de informações na liquidez das ações. Para isso, estudaram o período de adoção da IFRS em 242 companhias da Borsa Italiana, e concluíram que a introdução da IFRS além de reduzir a assimetria de informações aumenta a liquidez das ações.

A partir dos conceitos de *disclosure* voluntário, que se referem à divulgação de informações de forma voluntária (SKILLIUS; WENNBURG, 1998; MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014; SOUSA et al., 2014; DYE, 2001) e do Pronunciamento de Orientação CODIM 5, de 27 de novembro de 2008, que discorre, entre outros assuntos, sobre a divulgação facultativa de comunicados ao mercado, ergue-se a segunda hipótese:

H₂: O *disclosure* voluntário, de comunicados ao mercado, impacta o valor das ações das sociedades anônimas de capital aberto.

2.1.3 Disclosure Involuntário

O *disclosure* involuntário é definido por Skillius e Wennberg (1998) como a exposição de informações sobre as atividades da empresa sem consentimento e de forma contrária a vontade da mesma.

Utilizando conceitos de *disclosure* involuntário, Nogueira e Angotti (2011), Fernandes (2013), Mendes (2013) e Dasgupta et al. (2006) realizaram testes empíricos que o relacionam a preço e volatilidade das ações.

Nogueira e Angotti (2011) identificaram se há reação no retorno das ações de empresas petrolíferas para a divulgação de acidentes ambientais causados por vazamento de petróleo. Para tanto, realizaram um estudo de eventos para 30 acidentes ambientais ocorridos entre 2000 e 2010 de 4 empresas petrolíferas. E chegaram ao resultado de que o *disclosure* de acidentes ambientais impacta no preço e no retorno das ações dessas companhias.

De forma semelhante, Fernandes (2013) avaliou a relação do *disclosure* ambiental negativo involuntário no retorno anormal das companhias abertas por meio de um estudo de evento com 7 empresas altamente poluidoras listadas na BOVESPA. E encontrou evidências que o valor das ações das empresas com alto nível de poluição é afetado pelo *disclosure* ambiental involuntário negativo.

Já Mendes (2013) analisou a influência do *disclosure* ambiental involuntário negativo na volatilidade das ações, fazendo um estudo de eventos com 42 acidentes ambientais, no intervalo de 1995 a 2010. Porém, constatou que a volatilidade de ações das companhias listadas na BOVESPA não é influenciada pelo *disclosure* involuntário proveniente de acidentes ambientais.

Dasgupta et al. (2006) examinaram a reação dos investidores após a divulgação feita pelo governo coreano de listas de empresas que descumprem exigências legais e regulações ambientais. Para isso, realizaram um estudo de eventos em 87 notícias ambientais negativas no período de 1993 a 2000 e verificaram uma grande queda no valor de mercado das companhias após a divulgação das notícias, além disso, que quanto maior a cobertura feita por jornais maior é a queda.

E encontraram ainda que as empresas que estão nas listas divulgadas pelo governo têm uma redução ainda maior no valor de mercado em comparação com as empresas que não estão nas listas.

Murcia, Murcia e Borba (2013), Creighton, Gower e Richards (2007), Jorion, Liu e Shi (2005) e Linciano (2004) também estudaram a relação entre divulgação de informações de forma involuntária e preço das ações, porém utilizando a classificação de *rating* emitida pelas agências de risco.

Murcia, Murcia e Borba (2013) analisou se o *rating* de crédito de sociedades abertas brasileiras impacta no retorno das ações, por meio de 242 *ratings* anunciados pelas agências Standard & Poor's e Moody's no período de 1997 a 2011. E encontraram resultados significativos para retornos anormais em todos os tipos de anúncio de *rating*, inicial, *downgrades* e *upgrades*, evidenciando assim que os anúncios de *rating* têm conteúdo informacional, pois afetam os retornos das ações.

Creighton, Gower e Richards (2007) também estudaram a reação dos preços das ações aos anúncios de mudanças de *rating* no mercado australiano. Para isso, realizaram um estudo de eventos com 141 anúncios emitidos pelas agências Standard & Poor's e Moody's entre 1990 e 2003. Encontrando uma relação entre os anúncios e a variação dos preços, porém o impacto verificado foi pequeno.

De forma parecida, Jorion, Liu e Shi (2005) verificaram também o efeito das mudanças de *rating* no preço das ações de empresas norte-americanas, analisando os períodos pré e pós *Regulation Fair Disclosure*, que proíbe as empresas de fazerem divulgações seletivas e privadas a profissionais de investimentos. Nessa pesquisa, realizaram um estudo de eventos com 1767 *downgrades* e 437 *upgrades* divulgados pelas agências Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Como resultados encontraram relações significativas para *downgrades* no período pré-regulação e tanto para

upgrades quanto para *downgrades* no período pós-regulação. Jorion, Liu e Shi (2005) concluíram também que após a regulação as ações sofreram maior impacto.

Seguindo a mesma linha, Linciano (2004), investigou o impacto das mudanças de *rating* nos retornos das ações em empresas italianas. E também realizou um estudo de eventos com 299 ações de *rating* divulgadas pelas agências Standard & Poor's, Moody's e Fitch durante o período de 1991 a 2003. Linciano (2004) verificou relações significativas, tanto para *upgrades* quanto para *downgrades*.

2.2 TRANSFERÊNCIA INFORMACIONAL

Segundo Dietrich (1989) o principal conceito de transferência informacional é a noção de que os investidores interpretam as informações de uma empresa na avaliação de uma negociação não apenas da própria empresa, mas também de outras empresas.

Dietrich (1989) afirma ainda que esse conceito pode ser considerado uma extensão do conceito estabelecido de que as decisões dos investidores são influenciadas pela divulgação de informações da própria empresa.

No artigo Dietrich (1989) apresenta também três motivações para os estudos de transferência informacional. A primeira se refere à incorporação das informações pelo mercado nos preços das empresas não divulgadoras, a segunda ao impacto de divulgação de informações específicas de uma empresa a outras empresas do setor, e a última motivação é o desenvolvimento de precificação de ativos considerando uma difusão das informações.

Estudando a relação entre a ocorrência de ganhos de transferência informacional e decisões gerenciais de divulgar provisões de ganhos Pownall e

Waymire (1989) encontraram evidências de que empresas que não fazem provisões recebem transferências informacionais de outras empresas que fazem anúncios de ganhos.

Elliott, Hanna e Shaw (1991) examinaram o conteúdo de anúncios de aumento de provisões para perdas com empréstimos do *Citicorp* e outros bancos, além do anúncio de amortização do *Bank of Boston*. Para isso, estudaram os retornos anormais dos bancos no período próximo aos anúncios. E verificaram que o anúncio gera transferências informacionais a outras empresas do setor, com isso, confirmaram também a existência de transferências informacionais relacionados à anúncios contábeis.

Foster (1981) pesquisou o impacto dos resultados de uma empresa sobre o valor das ações de outras empresas do mesmo setor. E de forma semelhante a Elliott, Hanna e Shaw (1991) verificou que o impacto existe, mas tem maior peso em empresas que têm a maior parte de suas receitas na mesma linha de negócios.

Ao investigar se a transferência de informações está relacionada com a similaridade da estratégia de negócios das empresas Schneible Jr (2015) além de verificar que há transferência informacional no anúncio de ganhos, observou que quanto menor a distância estratégica entre as empresas mais positiva é essa transferência, e isso também ocorre quando a empresa anunciadora é maior e seus lucros mais persistentes. Outro ponto de destaque é que o impacto por transferências informacionais ocorre mesmo no contexto em que as empresas não são concorrentes ou parceiras. Os seus resultados são consistentes com os resultados verificados por Pownall e Waymire (1989), Elliott, Hanna e Shaw (1991) e Foster (1981).

Por meio dos conceitos de transferência informacional definidos por Dietrich (1989), das pesquisas de Pownall e Waymire (1989), Elliott, Hanna e Shaw (1991),

Foster (1981) e Schneible Jr (2015), que verificaram o impacto proveniente de transferências informacionais, das pesquisas de Murcia, Murcia e Borba (2013), Creighton, Gower e Richards (2007), Jorion, Liu e Shi (2005) e Linciano (2004), que relacionam *rating* à valor das ações e tendo em vista que a classificação de rating soberano não é uma informação diretamente relacionada as empresas, fundamenta-se a terceira hipótese:

H_{3a}: A divulgação de classificação de *rating* soberano pelas agências de classificação de risco impacta o valor das ações das sociedades anônimas de capital aberto.

Ainda se utilizando dos conceitos e das pesquisas de transferência informacional e das pesquisas que relacionam classificação de *rating* à valor das ações, e levando em consideração a participação do governo no controle das SEM, tem-se a quarta hipótese:

H_{3b}: A divulgação de classificação de *rating* soberano pelas agências de classificação de risco impacta de forma adicional o valor das ações das SEM.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

As abordagens utilizadas por esta pesquisa são: quantitativa, descritiva e longitudinal, com dados secundários.

Quantitativa, pois utiliza dados numéricos de forma a se fazer uma análise estatística dos mesmos, mas especificamente, foi realizada uma regressão múltipla para avaliar o impacto dos eventos de *disclosure* no valor das ações (HAIR JR et al., 2005).

Descritiva, pois visa analisar o impacto dos eventos no valor das ações e definir uma relação entre essas variáveis, empregando procedimentos padrões para a coleta de dados. Além disso, tem corte longitudinal, pois leva em consideração o impacto de vários eventos de *disclosure* ao longo do tempo no valor das ações (HAIR JR et al., 2005; RAUPP; BEUREN, 2003).

Os dados utilizados são secundários, visto que já existem em bases de dados, tanto os eventos de *disclosure*, quanto o valor das ações (HAIR JR et al., 2005).

O campo de estudo desta pesquisa são as empresas brasileiras de economia mista, visto que a pesquisa analisa o impacto no valor de suas ações pela evidenciação de informações. Vale ressaltar que as sociedades mistas são agentes econômicos relevantes e em quantidade expressiva no Brasil, visto que é a única opção para o governo agir diretamente na economia e elas são criadas baseando-se em necessidades coletivas ou de segurança do país (RIBEIRO; ALVES, 2006). Outro ponto de destaque é o fato do capital investido pelo governo nessas empresas serem de origem pública, ou seja, são recursos que vêm dos impostos arrecadados dos contribuintes (ANTUNES et al., 2008).

Devido ao objetivo desta pesquisa e seu campo de estudo, a população a ser avaliada são todas as empresas brasileiras de economia mista. Foram consideradas para amostra todas as sociedades mistas listadas na BOVESPA com cotações apresentadas na Economática, conforme Tabela 1.

TABELA 1 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Empresa	Setor	Principal Acionista
Banco da Amazônia S.A.	Finanças e Seguros	União Federal (Tesouro Nacional)
Banco de Brasília S.A. – BRB	Finanças e Seguros	Governo do Distrito Federal
Banco do Brasil S.A.	Finanças e Seguros	União Federal (Tesouro Nacional)
Banco do Estado de Santa Catarina S.A. – Besc	Finanças e Seguros	União Federal (Tesouro Nacional)
Banco do Estado de Sergipe S.A. – Banese	Finanças e Seguros	Governo do Estado de Sergipe
Banco do Estado do Pará S.A. – Banpará	Finanças e Seguros	Estado do Pará
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A. – Banrisul	Finanças e Seguros	Estado do Rio Grande do Sul
Banco do Nordeste do Brasil S.A.	Finanças e Seguros	União Federal (Tesouro Nacional)
Banestes S.A. Banco do Estado do Espírito Santo – Banestes	Finanças e Seguros	Governo do Estado do Espírito Santo
Cemig Distribuição S.A. – Cemig	Energia Elétrica	Estado de Minas Gerais
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás	Energia Elétrica	União Federal (Tesouro Nacional)
Cia Cat. de Águas e Saneamento – Casan	Outros	Estado de Santa Catarina
Cia Saneamento Básico Estado São Paulo – Sabesp	Outros	Governo do Estado de São Paulo
Cia. de Saneamento do Paraná – Sanepar	Outros	Estado do Paraná
Companhia Celg de Participações – Celgpar	Energia Elétrica	Estado de Goiás
Companhia de Saneamento de Minas Gerais – Copasa	Outros	Estado de Minas Gerais
Companhia Energética de Brasília – Ceb	Energia Elétrica	Sec. de Est. de Faz. do Distrito Federal
Companhia Energética de São Paulo – Cesp	Energia Elétrica	Governo do Estado de São Paulo
Companhia Paranaense de Energia – Copel	Energia Elétrica	Estado do Paraná
Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras	Petróleo e Gás	União Federal (Tesouro Nacional)
São Paulo Turismo S. A. – SPTurismo	Outros	Pmsp Prefeitura Mun. São Paulo
Telec. Brasileiras S.A. – Telebrás	Telecomunicações	União Federal (Tesouro Nacional)

Fonte: Dados da pesquisa.
Elaborado pelo autor.

Para os testes estatísticos, foi removido da amostra o Banco do Estado de Santa Catarina S.A. – Besc, por falta de observações das variáveis necessárias.

Os dados utilizados foram os momentos em que ocorreram os eventos de *disclosure*. Eles foram utilizados como marcos, de forma a definir os períodos de análise do valor das ações. As datas das divulgações de demonstrações financeiras e dos comunicados ao mercado foram coletadas manualmente no site da CVM e dos eventos de divulgação de *rating* soberano, emitidos pelas agências Standard & Poor's, Fitch Ratings e Moody's, coletados no site da Secretaria do Tesouro Nacional.

O período de referência das datas de divulgação analisado na pesquisa é do início do ano de 2003 ao final de 2015. Visto que 2003 é o início do período em que há dados referentes a comunicados ao mercado disponíveis para pesquisa no site da CVM.

As variáveis analisadas são os retornos das ações das SEM acumulados no período definido pelos eventos de *disclosure*. As cotações das ações foram coletadas junto à base de dados da Economatica.

A análise dos dados se deu por meio de regressões lineares múltiplas de forma semelhante à utilizada por Beyer et al. (2010) que teve por finalidade verificar o impacto de eventos sobre o valor das ações das empresas.

Os eventos utilizados foram as divulgações das Demonstrações Financeiras Padronizadas, dos Comunicados ao Mercado, e de classificação do *rating* soberano no período de 2003 a 2015. Quanto à janela de evento, período em que foram acumulados os retornos referentes ao evento, que é abrangida por um nível de subjetividade (CAMARGOS; BARBOSA, 2003), foi definida em 1 dia anterior à data do evento, a própria data do evento e 1 dia posterior, a exemplo de Beyer et al. (2010).

Para o cálculo dos retornos, há duas formas, a tradicional (1), que assume a capitalização discreta, e a logarítmica, para a capitalização contínua (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Para a pesquisa foi utilizada a forma de capitalização discreta, na qual os retornos das ações foram obtidos pela equação (1).

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Em que r é a taxa de retorno, P_t o preço da ação no período t e P_{t-1} o preço da ação no período $t - 1$.

Para os retornos anormais, existem dois tipos de modelos que podem ser utilizados, os estatísticos e os econômicos. Entre os modelos estatístico estão os baseados no retorno ajustado à média, no retorno ajustado ao mercado e no retorno ajustado ao risco e ao mercado, nos econômicos, estão os baseados no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e no *Arbitrage Price Theory* (APT) (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002).

Esta pesquisa utilizou o modelo de retorno ajustado ao mercado. No qual os retornos anormais são calculados pela diferença entre o retorno observado e o retorno de um portfólio de mercado no mesmo período de tempo (2). No Brasil, o índice de mercado mais utilizado é o IBOVESPA (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002), porém neste estudo se utilizou como retorno diário normal a média dos retornos (*value-weighted return*) diários de todas as empresas listadas na BOVESPA, ponderada pelo valor de mercado da empresa em relação ao total.

$$A_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (2)$$

Em que A_{it} é o retorno anormal de uma determinada ação i no período de tempo t , R_{it} é o retorno observado da mesma ação i no mesmo período de tempo t e R_{mt} é o retorno do portfólio de mercado no período t .

Para acumular os retornos anormais das empresas nos dias da janela de evento, visto que não há como precisar o momento em que o mercado recebeu as informações dos eventos (CAMARGOS; BARBOSA, 2003) foi utilizado o *Cumulative Abnormal Return* (CAR) (3), que consiste em acumular os retornos anormais observados na janela de evento por meio de suas somas.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} A_{it} \quad (3)$$

Em que CAR_i é o retorno anormal acumulado do ativo i , t_1 é o primeiro dia da janela de evento, t_2 é o último dia da janela de evento e A_{it} é o retorno anormal de uma determinada ação i no período de tempo t .

Para o teste estatístico, foi realizada uma regressão, semelhante à elaborada por Beyer et al. (2010):

$$CAR_{i,t} = a + b_{i,1} \times car_{i,t}^{DO} + b_{i,2} \times car_{i,t}^{DV} + b_{i,3} \times car_{i,t}^{GOV} + b_{i,4} \times Vm + b_{i,5} \times Roa + b_{i,6} \times Btm + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , $car_{i,t}^{DO}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* obrigatório das demonstrações contábeis, $car_{i,t}^{DV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* voluntário de comunicados ao mercado e $car_{i,t}^{GOV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios com transferência informacional de classificação de *rating* soberano do governo. Vm é o logaritmo neperiano do valor de mercado das empresas, Roa é o

retorno sobre o ativo e Btm é o *Book-to-Market* e foram incluídos para o controle das regressões pelo tamanho, rentabilidade e crescimento das empresas, respectivamente. Nos casos em que não tenha ocorrido anúncio, as variáveis $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$ e $car_{i,t}^{GOV}$ assumiram o valor 0 e nos casos que ocorreram mais de um evento, os retornos foram somados.

Para identificar o impacto adicional que sofrem as SEM sobre as divulgações foram adicionadas ao modelo interações entre as variáveis e uma variável *dummy* que identifica as SEM.

$$CAR_{i,t} = a + b_{i,1} \times SEM + b_{i,2} \times car_{i,t}^{DO} + b_{i,3} \times car_{i,t}^{DO} \times SEM + b_{i,4} \times car_{i,t}^{DV} + b_{i,5} \times car_{i,t}^{DV} \times SEM + b_{i,6} \times car_{i,t}^{GOV} + b_{i,7} \times car_{i,t}^{GOV} \times SEM + b_{i,8} \times Vm + b_{i,9} \times Roa + b_{i,10} \times Btm + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , $car_{i,t}^{DO}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* obrigatório das demonstrações contábeis, $car_{i,t}^{DV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* voluntário de comunicados ao mercado, $car_{i,t}^{GOV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios com transferência informacional de classificação de *rating* soberano do governo e SEM é uma variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa é SEM e 0 se não é. Vm é o logaritmo neperiano do valor de mercado das empresas, Roa é o retorno sobre o ativo e Btm é o *Book-to-Market* e foram incluídos para o controle das regressões pelo tamanho, rentabilidade e crescimento das empresas, respectivamente. Nos casos em que não tenha ocorrido anúncio, as variáveis $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$ e $car_{i,t}^{GOV}$ assumiram o valor 0 e nos casos que ocorreram mais de um evento, os retornos foram somados.

Para robustez do modelo, foram realizados testes apenas com o setor de Finanças e Seguros, que representa maior parte das SEM (38,01%), e também excluindo esse setor.

Os resultados empíricos são apresentados no Capítulo 4 onde são expostos os resultados da pesquisa, respeitando seus objetivos, e exibindo particularidades e diagnósticos.

A interpretação e as conclusões são apresentadas por meio da análise dos resultados, na discussão com a teoria e nas considerações finais da pesquisa. Apresentados nos Capítulos 5 e 6.

4 RESULTADOS

Destarte o objetivo desta pesquisa, que foi verificar se a divulgação de informações impacta no valor das ações das SEM, a base de dados foi composta pelas cotações das ações das SEM listadas na BOVESPA, e dos eventos de divulgação das demonstrações financeiras, dos comunicados ao mercado e de *rating* soberano compreendidos no período de análise, de 2003 a 2015.

A Tabela 2 descreve a amostras das empresas utilizadas para a pesquisa por setor e participação acionária do governo. Dando destaque para o setor de Finanças e Seguros que apresenta maior percentual de SEM.

TABELA 2 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR

Setor	Total	SEM	Não SEM
Agro e Pesca	5	0	5
Alimentos e Bebidas	16	0	16
Comércio	19	0	19
Construção	23	0	23
Eletroeletrônicos	6	0	6
Energia Elétrica	44	6	38
Finanças e Seguros	35	8	27
Fundos	1	0	1
Máquinas Industriais	5	0	5
Mineração	6	0	6
Minerais e não Metais	4	0	4
Outros	98	5	93
Papel e Celulose	4	0	4
Petróleo e Gás	8	1	7
Química	11	0	11
Siderurgia e Metalurgia	21	0	21
Software e Dados	5	0	5
Telecomunicações	12	1	11
Têxtil	24	0	24
Transporte	20	0	20
Serviços	20	0	20
Veículos e Peças	16	0	16
Total	383	21	362

Nota: Dados referentes às empresas utilizadas nos modelos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Elaborado pelo autor.

A Tabela 3 expõe a caracterização da amostra, após *winsorização*, demonstrando a relevância das SEM por meio do Teste t, visto que as SEM apresentam significativamente maior média de Vm, Roa e Btm do que as empresas que não são SEM.

TABELA 3 – CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

	$CAR_{i,t}$	Vm	Roa	Btm
Média Total	9.64437	R\$5.883.423	-9.41813	0.10068
Desvio Padrão	46.26848	R\$16.762.351	75.21577	5.23112
Média SEM	7.45374	R\$15.821.126,47	1.15104	1.47645
Média Empresas Não SEM	9.80423	R\$5.113.549	-10.20851	-0.00610
t	0.7581	-8.9755	-2.2535	-3.9379
Teste T diff	2.35049	-10707577	-11.35956	-1.48255
Pr(T > t)	0.4484	0.0000	0.0243	0.0001

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , Vm é o valor de mercado das empresas em Reais, Roa é o retorno sobre o ativo e Btm é o *Book-to-Market*.

A Tabela 4 apresenta as correlações das variáveis de controle dos modelos e a variável dependente. Tendo mostrado correlação significativa entre a variável dependente e a variável Btm, entre a variável Vm e as variáveis Roa e Btm, e entre a variável Roa e Btm.

TABELA 4 – CORRELAÇÕES DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

	$CAR_{i,t}$	Vm	Roa	Btm
$CAR_{i,t}$	1.0000			
Vm	-0.0290	1.0000		
Roa	-0.0181	0.0676*	1.0000	
Btm	-0.1379*	0.0357*	0.4305*	1.0000

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , Vm é o valor de mercado das empresas em Reais, Roa é o retorno sobre o ativo e Btm é o *Book-to-Market*.

Nota: * significante a 10%.

Para os testes estatísticos foram utilizadas 3514 observações, delineadas por empresa e por ano, sendo que dessas 239 são de SEM. Observa-se que não há observações para todas as empresas/ano, e que há perdas de observações quando são adicionadas as variáveis de controle por limitação dos dados dessas variáveis.

As variáveis $CAR_{i,t}$, $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$, $car_{i,t}^{GOV}$, Vm, Roa e Btm passaram pelo processo de winsorização¹ com limite inferior de 1% e superior de 99%, que consiste em substituir os valores abaixo e acima do limite determinado pelos menores e maiores valores remanescentes, respectivamente.

As variáveis de controle Vm, Roa e Btm, representam o logaritmo neperiano do valor de mercado, o retorno sobre o ativo e o *book-to-market* das empresas, e foram incluídos para o controle das regressões pelo tamanho, rentabilidade e crescimento das empresas, respectivamente.

A Tabela 5 apresenta as regressões entre as variáveis, nos modelos simples e com interações, além dos controles.

TABELA 5 – RESULTADO DAS REGRESSÕES

$CAR_{i,t}$	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Intercepto	6.13710 (0.000)***	30.07958 (0.000)***	6.14645 (0.000)***	30.76815 (0.000)***
$car_{i,t}^{DO}$	0.91072 (0.000)***	0.91605 (0.000)***	0.92081 (0.000)***	0.93053 (0.000)***
$car_{i,t}^{DV}$	0.71544 (0.000)***	0.69430 (0.000)***	0.74946 (0.000)***	0.73037 (0.000)***
$car_{i,t}^{GOV}$	1.62069 (0.000)***	1.58079 (0.000)***	1.71756 (0.000)***	1.67972 (0.000)***
SEM			-0.56399 (0.839)	3.24287 (0.321)
$car_{i,t}^{DO} \times SEM$			-0.16915 (0.634)	-0.20147 (0.598)
$car_{i,t}^{DV} \times SEM$			-0.33004 (0.002)***	-0.33366 (0.004)***
$car_{i,t}^{GOV} \times SEM$			-1.55438 (0.001)***	-1.51509 (0.002)***
Vm		-1.66868 (0.000)***		-1.73936 (0.000)***
Roa		-0.00399 (0.840)		-0.00340 (0.863)
Btm		-0.88595 (0.000)***		-0.87475 (0.000)***
R ² ajustado	0.2161	0.2268	0.2206	0.2310
Observações	3514	2859	3514	2859

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , $car_{i,t}^{DO}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* obrigatório das demonstrações contábeis, $car_{i,t}^{DV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* voluntário de comunicados ao mercado, $car_{i,t}^{GOV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios

¹ Os resultados da pesquisa se mantêm semelhantes sem o processo de winsorização.

com transferência informacional de classificação de *rating* soberano do governo, *SEM* é uma variável *dummy* assumindo valor 0 se a empresa não é SEM e 1 se a empresa é SEM, *Vm* é o logaritmo neperiano do valor de mercado das empresas, *Roa* é o retorno sobre o ativo e *Btm* é o *Book-to-Market*. Nos casos em que não tenha ocorrido anúncio, as variáveis $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$ e $car_{i,t}^{GOV}$ assumiram o valor 0 e nos casos que ocorreram mais de um evento, os retornos foram somados.

Nota: *** significante a 1%.

O modelo 1 relaciona o retorno anormal acumulado ao retorno anormal acumulado em torno dos eventos de divulgação obrigatória, de divulgação voluntária e de classificação de *rating* do governo. O modelo 2 acrescenta as três variáveis de controle. Nos modelos 3 e 4, além das variáveis relacionadas nos modelos 1 e 2, estão as interações dessas variáveis com a variável *SEM*, representando o valor adicional que as variáveis apresentam quando estão relacionadas as *SEM* (Tabela 5).

Analisando o modelo 1, na Tabela 5, pode-se verificar que tanto a variável de evidenciação obrigatória, quanto as de evidenciação voluntária e de classificação de *rating* do governo apresentam significância ao nível de 1%. Este resultado demonstra que essas variáveis têm impacto na variável dependente que é o retorno anormal acumulado anual. Verifica-se que no modelo 2 as variáveis *Vm* e *Btm* também apresentaram significância, apesar disso, os resultados encontrados no modelo 1 permaneceram sob os controles de *Vm* e *Btm* (Tabela 5).

No modelo 3, pode-se verificar que da mesma forma que nos modelos 1 e 2 as variáveis de evidenciação obrigatória, voluntária e de classificação de *rating* do governo apresentam significância ao nível de 1%. Nas variáveis de interações não há significância para a interação da variável *SEM* com a variável de evidenciação obrigatória, porém, há na interação com as variáveis de divulgação voluntária e de classificação de *rating* soberano. Este resultado demonstra que há um impacto maior para as *SEM* quando há evento de divulgação voluntária e de classificação de *rating* soberano. No modelo 4 as variáveis *Vm* e *Btm* também apresentaram significância, permanecendo, porém, os resultados encontrados no modelo 3 (Tabela 5).

Os modelos 5 e 6, apresentados na Tabela 6, são análogos aos modelos 2 e 4 da Tabela 5, porém realizados apenas com as empresas do setor de Finanças e Seguros e mantendo-se todos os detalhes metodológicos utilizados na estimação anterior.

TABELA 6 – REGRESSÕES DOS MODELOS - SETOR DE FINANÇAS E SEGUROS

$CAR_{i,t}$	Modelo 5	Modelo 6
Intercepto	58.53426 (0.001)***	59.29490 (0.001)***
$car_{i,t}^{DO}$	0.86877 (0.000)***	0.81933 (0.009)***
$car_{i,t}^{DV}$	0.23715 (0.029)**	0.39880 (0.004)***
$car_{i,t}^{GOV}$	1.23921 (0.001)***	1.75721 (0.000)***
SEM		7.66180 (0.060)*
$car_{i,t}^{DO} \times SEM$		0.01869 (0.969)
$car_{i,t}^{DV} \times SEM$		-0.45292 (0.039)**
$car_{i,t}^{GOV} \times SEM$		-1.57973 (0.046)**
Vm	-2.48763 (0.019)**	-2.71124 (0.011)**
Roa	0.01733 (0.939)	0.01842 (0.936)
Btm	-16.92587 (0.000)***	-16.93132 (0.000)***
R^2 ajustado	0.2114	0.2310
Observações	261	261

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo i , no ano t , $car_{i,t}^{DO}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* obrigatório das demonstrações contábeis, $car_{i,t}^{DV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* voluntário de comunicados ao mercado, $car_{i,t}^{GOV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios com transferência informacional de classificação de *rating* soberano do governo, SEM é uma variável *dummy* assumindo valor 0 se a empresa não é SEM e 1 se a empresa é SEM, Vm é o logaritmo neperiano do valor de mercado das empresas, Roa é o retorno sobre o ativo e Btm é o *Book-to-Market*. Nos casos em que não tenha ocorrido anúncio, as variáveis $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$ e $car_{i,t}^{GOV}$ assumiram o valor 0 e nos casos que ocorreram mais de um evento, os retornos foram somados.

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Ao analisar o modelo 5, pode-se verificar que tanto a variável de evidenciação obrigatória, quanto a de classificação de *rating* do governo apresentam significância ao nível de 1%, enquanto a variável de evidenciação voluntária a nível de 5%. As variáveis de controle Vm e Btm também apresentaram significância. Este resultado

demonstra a confirmação daqueles resultados encontrados no modelo 2 para as empresas do setor de Finanças e Seguros (Tabela 6).

No modelo 6, as variáveis de divulgação obrigatória, voluntária e de classificação de *rating*, as interações da variável *SEM* com as variáveis de divulgação voluntária e de classificação de *rating* e as variáveis de controle *Vm* e *Btm* apresentaram significância, confirmando os resultados do modelo 4 para as empresas de Finanças e Seguros (Tabela 6).

Os modelos 7 e 8, apresentados na Tabela 7, também são análogos aos modelos 2 e 4 da Tabela 5, entretanto realizados excluindo as empresas do setor de Finanças e Seguros.

TABELA 7 – REGRESSÕES DOS MODELOS - EXCLUÍDO O SETOR DE FINANÇAS E SEGUROS

$CAR_{i,t}$	Modelo 7	Modelo 8
Intercepto	30.84986 (0.000)***	31.53808 (0.000)***
$car_{i,t}^{DO}$	0.90612 (0.000)***	0.92860 (0.000)***
$car_{i,t}^{DV}$	0.71754 (0.000)***	0.74096 (0.000)***
$car_{i,t}^{GOV}$	1.59322 (0.000)***	1.67590 (0.000)***
<i>SEM</i>		2.77318 (0.508)
$car_{i,t}^{DO} \times SEM$		-0.42284 (0.405)
$car_{i,t}^{DV} \times SEM$		-0.24603 (0.059)*
$car_{i,t}^{GOV} \times SEM$		-1.46573 (0.013)**
<i>Vm</i>	-1.72002 (0.000)***	-1.78390 (0.000)***
<i>Roa</i>	-0.00576 (0.778)	-0.00535 (0.793)
<i>Btm</i>	-0.84205 (0.000)***	-0.83094 (0.000)***
R ² ajustado	0.2322	0.2349
Observações	2598	2598

Em que $CAR_{i,t}$ é o retorno anormal acumulado do ativo *i*, no ano *t*, $car_{i,t}^{DO}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* obrigatório das demonstrações contábeis, $car_{i,t}^{DV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios de *disclosure* voluntário de comunicados ao mercado, $car_{i,t}^{GOV}$ é o retorno anormal acumulado de três dias com centro nos anúncios com transferência informacional de classificação de *rating* soberano do governo, *SEM* é uma variável *dummy* assumindo valor 0 se a empresa não é SEM e 1 se a empresa é SEM, *Vm* é o logaritmo neperiano do valor de mercado das empresas, *Roa* é o retorno sobre o ativo e *Btm* é o *Book-to-Market*.

Nos casos em que não tenha ocorrido anúncio, as variáveis $car_{i,t}^{DO}$, $car_{i,t}^{DV}$ e $car_{i,t}^{GOV}$ assumiram o valor 0 e nos casos que ocorreram mais de um evento, os retornos foram somados.

Nota: ***, **, * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Avaliando o modelo 7, da Tabela 7, pode-se verificar que as variáveis de evidenciação obrigatória, voluntária e de classificação de *rating* do governo apresentam significância ao nível de 1%. Além disso as variáveis de controle Vm e Btm também apresentaram significância. Confirmando os resultados encontrados no modelo 2 da Tabela 5, para as empresas não pertencentes ao setor de Finanças e Seguros.

No modelo 8 além de permanecerem os resultados encontrados no modelo 7, as variáveis de interações da variável *SEM* com a variável de evidenciação voluntária e de classificação de *rating* soberano apresentaram significância. Verifica-se assim que os resultados apresentados no modelo 4 da Tabela 5 permaneceram para as empresas não pertencentes ao setor de Finanças e Seguros.

Em resumo, nas regressões sem interações, modelos 1 e 2, as variáveis relacionadas aos retornos anormais acumulados em torno das divulgações obrigatórias, voluntárias e de classificação de *rating* do governo apresentam impacto significativo nos retornos anormais acumulados anuais. Isto significa que a divulgação dessas informações impacta o retorno anormal das empresas estudadas. Esses resultados permaneceram nos modelos 5 e 7, apenas para empresas do setor de Finanças e Seguros e excluído esse setor, respectivamente. As variáveis de controle Vm e Btm também apresentaram coeficientes significativos, conforme esperado.

Nas regressões com interações (modelos 3 e 4) as variáveis dos modelos 1 e 2 permaneceram significativas e as interações da variável *SEM* com a variável de evidenciação voluntária e de classificação de *rating* soberano também apresentaram resultados significativos. Os resultados encontrados nos modelos 6 e 8, apenas para

empresas do setor de Finanças e Seguros e excluído esse setor, permaneceram alinhados com os resultados que incluía todas as empresas.

Se verifica, assim, que em todos os modelos as variáveis de retornos anormais acumulados em torno das divulgações obrigatórias, voluntárias e de classificação de *rating* do governo apresentam impacto significativo nos retornos anormais acumulados anuais. Além disso, em todos os modelos com interações, as interações da variável *SEM* com a variável de evidenciação voluntária e de classificação de *rating* soberano apresentaram resultados significativos. E em todos os modelos com controles, as variáveis *Vm* e *Btm* foram significativas.

5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O presente estudo teve como objetivo verificar se a divulgação de informações impacta no valor das ações das SEM. Para isso foi realizado um estudo semelhante ao de Beyer et al. (2010) para verificar se a divulgação das demonstrações contábeis, dos comunicados ao mercado e de *rating* soberano impactam no valor das ações das SEM.

Nos testes realizados pode-se verificar impacto entre as divulgações de informações obrigatórias, voluntárias e de classificações de *rating* do governo e os retornos anormais acumulados anuais. Verifica-se também um impacto adicional sobre as SEM quando há divulgação de informações voluntárias e de classificação de *rating* soberano.

Isso demonstra que a divulgação de demonstrações financeiras e de comunicados ao mercado são percebidos pelos investidores que incorporam as informações e reajustam os preços das ações, o mesmo ocorre para as classificações de *rating* do governo que demonstram o grau de confiança dos investidores no país.

O impacto adicional nas SEM verificado quando há classificações de *rating* soberano, pode ser compreendido pelo controle societário por parte do governo nessas empresas.

Alguns autores como Malaquias e Lemes (2015), Jirasakuldech et al. (2011), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) e Sarlo Neto et al. (200) encontraram impacto para a divulgação de demonstrações financeiras. De forma contrária, Sadeghzadeh e Karimi (2010), Marques et al. (2010), Fernandes (2012) e Mugaloglu e Erdag (2011)

não encontraram em seus estudos relação com preços, volatilidades e retornos anormais.

Malacrida e Yamamoto (2006), Murcia et al. (2011) e Frino et al. (2013) também verificaram impacto do *disclosure* voluntário nas ações, porém, na volatilidade. Também Lima et al. (2012) verificou impacto do nível de *disclosure* voluntário no preço das ações.

Com relação às classificações de risco, Creighton, Gower e Richards (2007), Jorion, Liu e Shi (2005) e Linciano (2004) também verificaram que há impacto em preços e retorno de empresas. Além disso, Pownall e Waymire (1989), Elliott, Hanna e Shaw (1991), Foster (1981) e Schneible Jr (2015) demonstraram que transferências informacionais causam impacto nas empresas, o que também foi verificado nesta pesquisa.

Esses resultados são de interesse de órgãos normativos, acionistas e gestores, pois contribuem para verificar que investidores das SEM brasileiras se utilizam de forma adicional de informações de divulgação voluntária e de transferências informacionais de classificação de risco para ajustar os preços das ações. Além disso os resultados demonstram também que os investidores se valem das divulgações de demonstrações financeiras, de comunicados ao mercado e de classificação de *rating* para ajustar os preços das ações das sociedades de capital aberto no Brasil.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se a divulgação de informações impacta no valor das ações das SEM. De forma específica, se a divulgação de informações obrigatórias, por meio da publicação de demonstrações contábeis, voluntárias, por meio da publicação de comunicados ao mercado, e do governo, por intermédio da classificação de *rating* do governo afetam o valor das ações das SEM.

O trabalho se justifica na importância de uma melhor compreensão do mercado de ações brasileiro, do comportamento das ações e reação dos investidores à divulgação de informações, além de verificar a relevância e a funcionalidade da contabilidade, dos comunicados ao mercado e das classificações de *rating* soberano como redutores da assimetria de informações entre empresas e investidores.

Para isso foi realizado um estudo semelhante ao de Beyer et al. (2010) para verificar se a divulgação de informações impacta o valor das ações das SEM. Verificou-se que os retornos anormais acumulados anuais são impactados pelas divulgações obrigatórias, de demonstrações financeiras, voluntárias, de comunicados ao mercado, e das classificações de *rating* do governo, além disso que as SEM sofrem um impacto adicional nas divulgações de comunicados ao mercado e de classificação de *rating* soberano.

Diante dos resultados apresentados nos testes estatísticos, não se rejeita a hipótese H₁, visto que há impacto do *disclosure* obrigatório no valor das ações das sociedades abertas; não se rejeita H₂, visto que há impacto do *disclosure* voluntário no valor das ações das sociedades abertas; não se rejeita H_{3a}, já que se verificou impacto das classificações de *rating* do governo nos retornos anormais acumulados;

e não se rejeita H_{3b} , visto que há impacto adicional nas SEM quando há divulgação de classificação de *rating* soberano.

Assim, pode-se concluir que os investidores reagem à divulgação de demonstrações financeiras, comunicados ao mercado e de classificações de *rating* do governo, além de reagirem adicionalmente às divulgações de classificação de *rating* do governo quando se trata de SEM no mercado brasileiro.

A pesquisa contribui com informações para uma melhor compreensão do mercado de capitais brasileiro e do comportamento dos investidores, mostrando também que os meios de divulgação de informações estudados têm relevância e funcionam como redutores de assimetria informacional.

O estudo contribui também com a literatura de *disclosure* e de transferência informacional, corroborando com alguns estudos e avançando na relação entre divulgação de informações e variáveis financeiras, além de destacar novas possibilidades de pesquisa.

Este estudo apresenta algumas limitações: o campo de estudo, que abrange apenas as sociedades mistas listadas na BOVESPA; os tipos de informações utilizadas como eventos, apenas a divulgação das demonstrações contábeis, dos comunicados ao mercado e de *rating* soberano; a forma de mensuração dos retornos anormais, que dentre tantos foi utilizado o modelo de retorno ajustado ao mercado; e a subjetividade das janelas de evento.

Como sugestões futuras recomenda-se a utilização de outros campos de estudo, por exemplo, segmentando as empresas por setor. Além disso, outros tipos de informação podem ser destacados, como fatos relevantes e notícias de mídia, e segmentados em notícias boas e ruins.

De forma adicional, os estudos de eventos permitem que sejam utilizados diversos métodos para mensuração dos retornos anormais, portanto, é possível realizar esta pesquisa utilizando de outros métodos e com outras janelas de evento.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo A.; GALDI, Fernando C.; AZEVEDO, Filipe B.; MENDONÇA, Mark M. Instrumentos contábeis de proteção aos recursos públicos investidos nas sociedades de economia mista: uma investigação empírica. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2008.

AZEVEDO, Paulo F.; SERIGATI, Felipe C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 3, p. 510-530, 2015. DOI: 10.1590/0101-31572015v35n03a08

BARRIONUEVO, Arthur. A formação distorcida de preços administrados na experiência brasileira recente. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 3, p. 475-491, 2015. DOI: 10.1590/0101-31572015v35n03a06

BEYER, Anne; Cohen, Daniel A.; Lys, Thomas Z.; Walther, Beverly R. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2, p. 296-343, 2010. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.10.003

BRASIL. **Lei das sociedades por ações: Lei n.º 6404, de 15 de dezembro de 1976**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 17 de ago. de 2016.

CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-20, jul-set 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 247**, 27 de março de 1996. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst247.html>>. Acesso em: 17 de ago. de 2016.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO. **PRONUNCIAMENTO DE ORIENTAÇÃO Nº 05, de 27 de Novembro de 2008**. Disponível em: <http://www.codim.org.br/downloads/Pronunciamento_Orientacao_05.pdf>. Acesso em: 11 de ago. de 2015.

CORE, John E. A review of the empirical disclosure literature: discussion. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 31, n. 1, p. 441-456, 2001. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00036-2

CREIGHTON, Adam; GOWER, Luke; RICHARDS, Anthony J. The impact of rating changes in Australian financial markets. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 15, n. 1, p. 1-17, 2007. DOI: 10.1016/j.pacfin.2006.04.003

CRUZ, Fernando I. L. O ajuste fiscal do Governo brasileiro: de onde viemos e para onde vamos? **Indicadores Econômicos FEE**, v. 43, n. 3, p. 45-56, 2016.

DASGUPTA, Susmita; HONG, Jong H.; LAPLANTE, Benoit; MAMINGI, Nlandu. Disclosure of environmental violations and stock market in the Republic of Korea. **Ecological Economics**, v. 58, n. 4, p. 759-777, 2006. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2005.09.003

DIETRICH, J. Richard. Discussion of voluntary disclosure choice and earnings information transfer. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 106-110, 1989. DOI: 10.2307/2491067

DYE, Ronald A. An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 181-235. 2001. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00024-6

ELLIOTT, John A.; HANNA, J. Douglas; SHAW, Wayne H. The evaluation by the financial markets of changes in bank loan loss reserve levels. **The Accounting Review**, v. 66, n. 4, p. 847-861, 1991.

FERNANDES, Sheila M. A relação entre o disclosure ambiental e retorno anormal: uma análise das empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 36., 2012, Rio de Janeiro (RJ). Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2012.

FERNANDES, Sheila M. Os efeitos do disclosure ambiental negativo involuntário: um estudo de evento nas companhias brasileiras com alto índice de poluição. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 17, p. 59-72, 2013. DOI: 10.11606/rco.v7i17.56668

FOSTER, George. Intra-industry information transfers associated with earnings releases. **Journal of accounting and economics**, v. 3, n. 3, p. 201-232, 1981. DOI: 10.1016/0165-4101(81)90003-3

FRINO, Alex; PALUMBO, Riccardo; CAPALBO, Francesco; GERACE, Dionigi; MOLLICA, Vito. Information disclosure and stock liquidity: evidence from Borsa Italiana. **Abacus**, v. 49, n. 4, p. 423-440, 2013. DOI: 10.1111/abac.12014

GIBBINS, Michael; RICHARDSON, Alan; WATERHOUSE, John. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. **Journal of accounting research**, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990. DOI: 10.2307/2491219

HAIR JR, Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Phillip. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of**

accounting and economics, Amsterdam, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0

JIRASAKULDECH, Benjamas; DUDNEY, Donna M.; ZORN, Thomas S.; GEPPERT, John M. Financial disclosure, investor protection and stock market behavior: an international comparison. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 37, n. 2, p. 181-205, 2011. DOI: 10.1007/s11156-010-0200-5

JORION, Philippe; LIU, Zhu; SHI, Charles. Informational effects of regulation FD: evidence from rating agencies. **Journal of financial economics**, v. 76, n. 2, p. 309-330, 2005. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.05.001

KIRCH, Guilherme; LIMA, João B. N.; TERRA, Paulo R. S. Determinantes da Defasagem na Divulgação das Demonstrações Contábeis das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 60, p. 173-186, 2012. DOI: 10.1590/S1519-70772012000300003

KUSCH BREY, Nathanael; CAMILO, Silvio P. O.; MARCON, Rosilene; BANDEIRA-DE-MELLO, Rodrigo. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014. DOI: 10.1590/S1678-69712014000100005

LIMA, Diogo H. S.; RODRIGUES, Jomar M.; SILVA, César A. T.; SILVA, José D. G. Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis sobre a Precificação de Ações no Contexto de Seleção Adversa: uma pesquisa experimental. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 43, p. 159-175, 2012.

LINCIANO, Nadia. The information content of ratings: The effects of rating agencies actions on stock prices for the Italian case. 2004. **Social Science Research Network**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=492463>>. Acesso em: 16 set. 2015. DOI: 10.2139/ssrn.492463

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter D. **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation**: a review and suggestions for future research. [S.l.]: SSRN, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1105398>>. Acesso em: 10 de mai. 2014. DOI: 10.2139/ssrn.1105398

MALACRIDA, Mara J. C.; YAMAMOTO, Marina M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista contabilidade e finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006.

MALAQUIAS, Rodrigo F.; LEMES, Sirlei. Evidenciação e Volatilidade: Testes com Equações Estruturais. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 12, n. 2, p. 96-109, 2015. DOI: 10.4013/base.2015.122.02

MAPURUNGA, Patrícia V. R.; PONTE, Vera M. R.; HOLANDA, Allan P. Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao disclosure relativo às informações por segmento. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 1, p. 53-69, 2014. DOI: 10.4025/enfoque.v33i1.20743

MARQUES, Vagner A.; LARA, Cynthia O.; AYALA, Lais C.; LAMOUNIER, Wagner M. O Impacto dos Fatos Relevantes no Mercado de Capitais: um estudo dos fatos publicados pelas empresas participantes do Novo Mercado do segmento Bovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 5, n. 3, p. 84-100, 2010.

MENDES, Marcilio G. Efeitos do disclosure involuntário negativo decorrente de acidentes ambientais na volatilidade das ações In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 7., 2013 Fortaleza (CE) Anais... Fortaleza: ANPCONT, 2013.

MUGALOGLU, Yusuf I.; ERDAG, Eser. The Relationship between Stock Return Volatility and Public Disclosure: The Case of Istanbul Stock Exchange Online Public Disclosure Platform. **Journal of Applied Economics & Business Research**, v. 1, n. 2, p. 93-102, 2011.

MURCIA, Fernando D.; SOUZA, Flávia C.; DILL, Rodrigo P.; COSTA JR, Newton C. A. Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 2, p.196-218, abr./jun. 2011.

MURCIA, Flávia C. S.; MURCIA, Fernando D.; BORBA, José A. The Informational Content of Credit Ratings in Brazil: An Event Study/(Conteúdo Informacional de Ratings de Crédito no Brasil: Um Estudo de Evento). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 503-526, 2013.

NOGUEIRA, Kenia G. F.; ANGOTTI, Marcello. Os efeitos da divulgação de impactos ambientais: um estudo de eventos em companhias petrolíferas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 65-88, 2011. DOI: 10.5007/2175-8069.2011v8n16p65

POWNALL, Grace; WAYMIRE, Gregory. Voluntary disclosure choice and earnings information transfer. **Journal of Accounting Research**, v. 27, p. 85-105, 1989. DOI: 10.2307/2491066

RAUPP, Fabiano M.; BEUREN, Ilse M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 76-97.

RIBEIRO, Márcia C. P.; ALVES, Rosângela S. Sociedades estatais, controle e lucro. **Scientia Iuris**, v. 10, p. 163-182, 2006. DOI: 10.5433/2178-8189.2006v10n0p163

RICHA JUNIOR, Wilson. Empresa estatal x empresa privada: comparativo de produtividades do trabalho no mercado de cartões de benefícios. 2013. 82f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2013.

SADEGHZADEH, A.; KARIMI, J. Determining of relationship between information disclosures and price fluctuations of accepted companies in Tehran Stock Exchange. **International Journal of Academic Research**, v. 2, n. 5, p. 351-355, 2010.

SALOTTI, Bruno M.; YAMAMOTO, Marina M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005. DOI: 10.15728/bbr.2005.2.1.4

SARLO NETO, Alfredo; TEIXEIRA, Aridélmo J. C.; LOSS, Lenita; LOPES, Alexsandro B. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005. DOI: 10.1590/S1519-70772005000100004

SCHNEIBLE JR, Richard A. Information transfer and firm-level strategy. **Accounting & Finance**, 2015. DOI: 10.1111/acfi.12112

SKILLIUS, Asa; WENNERBERG, Ulrika. Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. **The international Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University**. Lund, Suécia, 1998. Disponível em: <www.eea.europa.eu/publications/ESS09>. Acesso em: 10 mai. de 2014.

SOARES, Rodrigo O.; ROSTAGNO, Luciano M.; SOARES, Karina T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, 2002.

SOUSA, Claudinéia B.; SILVA, Aldy F.; RIBEIRO, Maísa S.; WEFFORT, Elionor F. J. Valor de mercado e disclosure voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 2, p. 94-115, 2014.

TAKAMATSU, Renata T.; LAMOUNIER, Wagner M.; COLAUTO, Romualdo D. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 1, p. 46-63, 2008.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00025-8

VITA, Jonathan B.; ANDREOTTI, Paulo A. B. Petrobras e o preço dos combustíveis: os novos paradigmas da intervenção do estado na economia. **Scientia Iuris**, v. 18, n. 2, p. 25-54, 2014. DOI: 10.5433/2178-8189.2014v18n2p25

VON ALBERTI-ALHTAYBAT, Larissa; HUTAIBAT, Khaled; AL-HTAYBAT, Khaldoun. Mapping corporate disclosure theories. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 10, n. 1, p. 73-94, 2012. DOI: 10.1108/19852511211237453