
TEMPESTIVIDADE VRS. COMPLETUDE: UM ESTUDO DE EVENTOS DA REAÇÃO DOS INVESTIDORES SOBRE AS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS

*TIMELINESS VRS. COMPLETENESS: AN EVENT STUDY ABOUT INVESTOR REACTIONS
OVER FINANCIAL INFORMATION*

Daniel Neubert Vieira

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Endereço: Rua Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n – Centro Socioeconômico, sala 225, Trindade, Florianópolis-SC, CEP: 88040-900

Telefone: (48) 3721-9000

E-mail: danielneubert1997@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0970-3215>

Alex Mussoi Ribeiro

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP)

Professor Adjunto do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Endereço: Rua Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n – Centro Socioeconômico, sala 115, Trindade, Florianópolis-SC, CEP: 88040-900

Telefone: (48) 3721-9000

E-mail: alex.mussoi@ufsc.br

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3389-9713>

Marília Paranaíba Ferreira

Pós-Doutoranda em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Endereço: Rua Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n – Centro Socioeconômico, sala 225, Trindade, Florianópolis-SC, CEP: 88040-900

Telefone: (48) 3721-9000; (64) 99944-5390

E-mail: mariliaferreira82@hotmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4290-8589>

Recebido: 01/06/2022 Aprovado: 10/12/2022

Publicado: 30/04/2023

RESUMO

O objetivo deste estudo foi comparar a relevância das informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, com as informações financeiras anuais, mais completas, para os investidores das companhias abertas listadas na B3. Para verificar se os investidores reagem às informações financeiras trimestrais e anuais divulgadas utilizou-se a técnica de Estudo de Eventos, em que os eventos foram as publicações das Informações Trimestrais (ITR), das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e dos Formulários de Referência (FRE) entre 2011 e 2018. Já para comparar a relevância dessas informações e, então, identificar qual destes relatórios explica uma proporção maior de variância do preço das ações, empregou-se o método do R-quadrado proporcional. Os resultados apontaram que a divulgação das informações financeiras influencia o preço das ações e que, com base no R-quadrado proporcional, a ordem de influência é DFP (24,10%), ITR1 (20,20%), ITR2 (19,89%), ITR3 (19,05%) e FRE (16,76%). As evidências empíricas contribuem com o argumento de que o conteúdo do relatório é

mais importante para o investidor do que a rapidez com que ele é disponibilizado e, portanto, podem auxiliar os reguladores a pensarem em formas alternativas de divulgação mais tempestivas que permitem um incremento no conteúdo informacional.

Palavras-chave: Tempestividade. Completude. Divulgação. Informações Financeiras. Estudo de Eventos.

ABSTRACT

This study aims to compare the relevance of the quarterly financial information, most timely, with the annual financial information, most complete, for investors in publicly traded companies listed on B3. To verify whether investors react to quarterly and annual financial information disclosed, the Event Study technique was used, in which the events were the publication of Quarterly Information (QI), Annual Information (AI) and Reference Forms (FRE) between 2011 and 2018. To compare the relevance of this information and, then, identify which report explains a greater proportion of stock price variance, the proportional R-square method was used. The results showed that the disclosure of financial information influences the share price and that, based on the proportional R-square, the order of influence is AI (24.10%), QI1 (20.20%), QI2 (19, 89%), QI3 (19.05%) and FRE (16.76%). Empirical evidence contributes to the argument that the content of the report is more important to the investor than the speed with which it is made available and, therefore, can help regulators to think of alternative forms of more timely disclosure that allow an increase in the informational content.

Keywords: Timeliness. Completeness. Disclosure. Financial Information. Event Study.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação corporativa é essencial para o funcionamento eficiente do mercado de capitais, pois, por meio da disponibilização dos relatórios financeiros, como as demonstrações contábeis, a administração comunica aos investidores externos o desempenho da empresa, o que reduz o problema da assimetria de informação existente entre tomadores e poupadores e facilita a alocação de recursos entre diferentes alternativas de investimento (HEALY; PALEPU, 2001).

No Brasil, a apresentação das demonstrações contábeis é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e tratada no Pronunciamento Técnico nº 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – Apresentação das Demonstrações Contábeis. Estes órgãos possuem a função de garantir uma apropriada evidenciação das informações contábeis (DANTAS et al., 2011), uma vez que essas informações são relevantes para a tomada de decisão.

Visto que um dos elementos necessários para que a informação financeira seja relevante aos usuários é a sua disponibilidade em tempo hábil, algumas iniciativas, como o XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), buscam aumentar a tempestividade das informações financeiras, embora seu sucesso possa depender de variáveis externas associadas ao desempenho das empresas sobre a divulgação e seus auditores (HOWARD; ZHOU, 2020).

Apesar de a tempestividade da informação financeira contribuir com a sua utilidade, ela não deve ter um fim em si mesma, ou seja, não adianta a informação financeira ser divulgada prontamente se ela não for relevante ao processo decisório dos investidores. Sobre a relevância das informações divulgadas ao mercado, Beyer et al. (2010) comprovam que os retornos anormais são explicados em uma maior extensão pela previsão dos gestores em comparação com os relatórios financeiros tradicionais, o que confirma que a utilidade da informação financeira está intrinsecamente relacionada com o conteúdo informacional.

As empresas do mundo todo que atuam no mercado de capitais possuem requisitos regulatórios que as obrigam a divulgar, além das suas informações anuais, as informações trimestrais. Ainda que seja um relatório simplificado, se comparado com o anual (ver IAS 34 - *Interim Financial Reporting*, 2000),

os relatórios trimestrais são mais tempestivos e, por isso permitem que os investidores ajustem suas análises de risco e retorno de modo mais acurado dentro do exercício para definir suas estratégias de investimento. Contudo, esta maior tempestividade dos relatórios trimestrais não acontece sem um custo. Por ser mais resumido, o conteúdo informacional de tais relatórios é mais superficial e concentrado em aspectos mais gerais do negócio, sem um amadurecimento consistente dos preparadores das informações financeiras até o momento da divulgação.

Em razão desta maior simplificação, fundamental para que o conteúdo informacional dos relatórios trimestrais seja mais tempestivo, o relatório anual pode ser visto como uma fonte de maior peso para a tomada de decisão do investidor, já que as informações divulgadas nos relatórios anuais apresentam uma extensão e uma completude maior em relação as informações trimestrais. Além disso, nas demonstrações anuais os gestores têm um tempo de amadurecimento das estratégias maior e, então, conseguem transmitir um nível maior de discricionariedade para dentro dos números contábeis, o que contribui com o conteúdo informacional.

Diante disso, o presente estudo tem como objetivo comparar a relevância das informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, com as informações financeiras anuais, mais completas, para os investidores das companhias abertas listadas na B3 entre os anos de 2011 e 2018. Para atingir tal objetivo, utiliza-se a técnica de estudo de eventos, em que os eventos são as datas de publicação das Informações Trimestrais (ITRs), das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e dos Formulários de Referência (FREs) durante o período analisado, para verificar se os investidores reagem às informações financeiras trimestrais e anuais divulgadas, e emprega-se o método do R-quadrado proporcional para comparar a relevância das informações financeiras trimestrais e anuais e, então, identificar qual destes relatórios explica uma proporção maior de variância do preço das ações.

Campos e Lemes (2013) afirmam que com o desenvolvimento dos mercados de capitais, as demonstrações contábeis passaram a apresentar maiores informações. Entretanto, os autores ressaltam que apesar de o aumento da quantidade de informações divulgadas pelas empresas brasileiras, questões relacionadas à qualidade e conteúdo ainda são levantadas.

Schiehl (1996), Prux Junior (1998), Bernardo (2001) e Ball e Shivakumar (2008) analisaram por meio de estudo de eventos a relevância da divulgação das demonstrações contábeis para o mercado de capitais e encontraram que o mercado reage ao evento. Nesse sentido, busca-se preencher essa lacuna temporal, já que com a intensificação da adoção das IFRS pelo mercado brasileiro a partir de 2010, a informação contábil se torna mais relevante, inclusive para a formação do preço da ação (GONÇALVES et al., 2014). Conforme García et al. (2017), esse aumento da relevância não ocorre apenas no Brasil, mas em toda a América Latina.

A pesquisa se justifica por investigar a importância da divulgação dos relatórios financeiros para a formação do preço das ações, uma vez que um dos principais papéis da contabilidade é fornecer informações úteis aos diversos usuários. O *disclosure* auxilia o usuário na tomada de decisão por exercer uma função facilitadora (BAUMS, 2002) e ser o canal de comunicação das informações entre a empresa e o mercado.

Além disso, o estudo identifica, com base no método do R-quadrado proporcional, qual dos cinco relatórios considerados (ITR1, ITR2, ITR3, DFP ou FRE) explica uma proporção maior de variância do preço das ações durante o período analisado. Assim, a contribuição desta pesquisa é oferecer informações para os normatizadores, investidores e pesquisadores sobre a utilidade e relevância da divulgação das informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, e anuais, mais completas, visto que o *disclosure* é um tema que tem recebido cada vez mais atenção e oferece grandes oportunidades de pesquisas (DUARTE et al., 2019).

A originalidade do estudo está em verificar, de modo empírico, a influência da divulgação do FRE (obrigatório somente a partir da Instrução CVM 480/2009) no preço da ação. No Brasil, as companhias que estão sujeitas às regras da CVM, além dos convencionais relatórios trimestrais e anuais, devem divulgar, também, os formulários de referência. Os formulários de referência são relatórios em que as

empresas informam aspectos relacionados com suas práticas de governança corporativa e riscos, logo, são mais qualitativos e oferecem um complemento às informações financeiras padronizadas, embora as divulgações ocorram em datas separadas. O fato deste relatório ser obrigatório no Brasil faz com que seja possível testar separadamente as informações financeiras padronizadas de outras informações mais qualitativas.

Por fim, o assunto investigado expande substancialmente o escopo da análise tradicional e avança na compreensão dos temas de *disclosure* e *value relevance* por examinar o evento da divulgação, e não os motivos, o nível e os determinantes do *disclosure*, e por utilizar a técnica de Borcard (2002) de regressão linear com base no R-quadrado proporcional, ainda pouca explorada nos trabalhos de Contabilidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação da informação contábil para o mercado de capitais

As informações contábeis exercem um importante papel na estimação dos fluxos de caixa futuros da empresa, uma vez que tais informações retratam a realidade econômico-financeira da empresa em um determinado período, e, então, sua divulgação tende a influenciar o preço das ações (AMORIM; LIMA; MURCIA, 2012). Aragão e Cavalcante (2014) consideram o preço da ação como a métrica mais clara das expectativas do mercado em relação à *performance* futura da empresa e, sob a ótica da Hipótese de Mercado Eficiente de Fama (1970), os preços das ações refletem, em curtíssimo prazo, toda e qualquer informação relevante disponível, por isso o conteúdo informacional está embutido nos preços, ou seja, precificado pelo mercado.

De acordo com Murcia e Santos (2009), Santos e Coelho (2018) e Duarte et al. (2019), a divulgação das informações suaviza o problema da assimetria informacional existente entre gestores e investidores, e, portanto, impacta positivamente a tomada de decisão do investidor. Além disso, Batista et al. (2019) afirmam que a divulgação minimiza o risco de seleção adversa e os custos da empresa, apesar de a disponibilização das informações para o mercado gerar custos imediatos, e Bushman e Smith (2003) relatam que o *disclosure* contábil afeta os investimentos e a geração de valor da empresa.

Verrechia (2001) sugere três categorias de pesquisa de divulgação contábil, a associação, o julgamento e a eficiência. A associação estuda o efeito da divulgação nas ações individuais dos investidores, o julgamento examina a discricionariedade dos gestores e/ou das organizações em divulgar ou não determinada informação conhecida, e a eficiência discute a preferência incondicional, ou seja, quais padrões de divulgação são preferidos na falta de conhecimento prévio das informações (VERRECHIA, 2001).

O *disclosure* pode ser obrigatório, quando previsto em norma, ou voluntário, se independe de imposição legal (HEALY; PALEPU, 2001). Assim, o primeiro é compulsório, resulta de regulação e não depende da relação custo-benefício e das preferências dos *insiders*, enquanto o segundo é discricionário e decorre de uma decisão da empresa, por meio da análise de custo-benefício (MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014).

Conforme o art. 21 da Instrução CVM nº 480/2009, as empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar informações periódicas, como as DFPs, as Informações Trimestrais ITRs e o FRE. As DFPs representam as demonstrações financeiras elaboradas consoante as regras contábeis aplicadas e devem ser entregues em até 3 meses, contados a partir do encerramento do exercício social, ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras, o que acontecer primeiro (isso para emissores nacionais, se for estrangeiro o prazo é de 4 meses).

Já as ITRs correspondem às demonstrações financeiras elaboradas trimestralmente, conforme as regras contábeis aplicadas, e devem ser enviadas pelo emissor em até 45 dias, contados a partir do encerramento de cada trimestre, não sendo necessário apresentar a ITR referente ao último trimestre de cada exercício (CVM, 2009). Kothari (2001) ressalta quatro vantagens do uso de informações trimestrais,

i) a sazonalidade do lucro trimestral de diversas empresas; ii) a tempestividade do lucro trimestral, dada a maior frequência da divulgação; iii) a maior consistência do lucro trimestral para testar as pesquisas positivistas; e iv) o maior número de observações trimestrais em relação às observações anuais.

Por fim, em relação ao FRE, o emissor deve entregar este atualizado anualmente e em até 5 meses, contados a partir da data de encerramento do exercício social. Enquanto as DFPs e as ITRs apresentam diferentes tipos de demonstrações, como o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado, a Demonstração do Resultado Abrangente e a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, além de outras informações suplementares, como o Relatório da Administração e as Notas Explicativas, o FRE exige que as empresas divulguem suas políticas e práticas de modo mais qualitativo (CVM, 2009). Aragão e Cavalcante (2014) informam que o FRE oferece ao investidor informações sobre atividades desenvolvidas pela empresa, plano de recompra de ações, fatores de risco, projeções e estimativas, recursos humanos, operações com partes relacionadas, entre outras, o que eleva os padrões de *disclosure* e facilita a análise das informações prestadas pelos emissores do mercado.

Posto isto e com base no racional subjacente sobre o *trade-off* existente entre as informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, e as informações financeiras anuais, mais completas, elabora-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: embora divulgadas de forma menos tempestiva, as informações financeiras anuais são mais relevantes para os investidores em comparação com as informações financeiras trimestrais, ou seja, a completude é mais importante para o investidor do que a tempestividade.

Paulo, Neto e Santos (2012) verificaram se os preços das ações das empresas brasileiras reagem à divulgação do lucro contábil trimestral e as evidências empíricas apontaram que há significância das variações anormais em relação aos preços das ações e que o conteúdo informacional divulgado é assimétrico, visto que o mercado apenas reage às divulgações de forma negativa. Ao passo que Matsumoto, Baraldi e Jucá (2018) analisaram a hipótese de que o anúncio de emissão de debêntures resulta em retornos anormais positivos nas ações das empresas emissoras e confirmaram tal hipótese por meio de um estudo de eventos.

Fonseca, Marques e Santos (2019) avaliaram, também por meio da técnica de estudo de eventos, a relevância do conjunto de informações anuais reportado nas demonstrações contábeis das empresas de capital aberto do setor de petróleo e gás e encontraram que as informações contábeis são relevantes para o mercado, com viés para baixo, uma vez que a relevância aumentou no período de queda do preço do petróleo.

No campo financeiro, Zanon e Dantas (2020) investigaram a reação do mercado à emissão de instrumentos de dívida elegíveis a capital e os resultados deste estudo de eventos indicaram que o anúncio desses instrumentos provoca um impacto negativo e não é antecipado pelo mercado.

Já Beyer et al. (2010) analisaram qual informação trimestral, se voluntária ou obrigatória, contribui mais com a formação do preço das ações e evidenciaram, com base em um estudo de eventos, que as voluntárias são mais contributivas do que as obrigatórias, mesmo sendo menos frequentes. Para identificar qual informação tem maior influência no preço das ações, esses autores utilizaram o R-quadrado proporcional de Borcard (2002).

3 METODOLOGIA

A amostra é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto que negociaram ações na B3 e que divulgaram os relatórios financeiros entre os anos de 2011 e 2018. Para verificar se os investidores reagem às informações financeiras trimestrais e anuais divulgadas, utiliza-se a técnica de Estudo de Eventos, em que os eventos são as datas da primeira publicação das ITRs, das DFPs e dos FREs. Já para comparar a relevância das informações financeiras trimestrais e anuais e, então, identificar qual destes relatórios explica uma proporção maior de variância do preço das ações, emprega-se o método do R-

quadrado proporcional de Borcard (2002). Enquanto as datas de publicação dos relatórios financeiros são coletadas nos calendários corporativos divulgados no website da CVM, os preços das ações são obtidos por meio da plataforma de dados da Economatica®.

Para calcular o Retorno Anormal Acumulado (CAR) escolhe-se o método do retorno ajustado ao mercado, um dos principais e mais relevantes métodos utilizados em estudo de eventos (MACKINLAY, 1997). Primeiro, mede-se o retorno anormal (AR) por meio da diferença entre o retorno real e o retorno esperado (normal) da empresa i na data t (Equação 1):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Em que:

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal da ação da empresa i na data t ;

$R_{i,t}$ = Retorno real da ação da empresa i na data t ;

$E(R_{i,t})$ = Retorno esperado (normal) da ação da empresa i na data t ;

O retorno real é definido pela maneira tradicional (Equação 2):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad (2)$$

Em que:

$R_{i,t}$ = Retorno real da ação da empresa i na data t ;

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i na data t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data $t-1$;

O retorno esperado (normal) pelo método do retorno ajustado ao mercado é calculado com a utilização dos parâmetros da regressão linear entre o retorno real da ação e o retorno da carteira de mercado (neste caso o índice de mercado, Ibovespa), conforme a Equação 3:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) \quad (3)$$

Em que:

$E(R_{i,t})$ = Retorno esperado (normal) da ação da empresa i na data t ;

α_i e β_i = Parâmetros dos mínimos quadrados ordinários individuais estimados entre o retorno real $R_{i,t}$ e o retorno da carteira de mercado $R_{m,t}$ na data t ;

$R_{m,t}$ = Retorno da carteira de mercado na data t ;

Por fim, mede-se o CAR por meio da somatória dos retornos anormais diários para a janela de eventos como mostra a Equação 4:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t} \quad (4)$$

Em que:

$CAR_{i,t}$ = Retorno anormal acumulado da empresa i na data t ;

$AR_{i,t}$ = Retorno anormal da ação da empresa i na data t .

A janela do evento é de $(-3, +2)$, ou seja, de 6 dias em torno do evento, 3 dias antes do evento, o dia do evento como marco 0, e 2 dias depois do evento. De acordo com Warner e Brown (1985), referência utilizada por MacKinlay (1997), a janela de eventos deve ser inferior a 10 dias.

Para a janela de estimação diária anterior ao evento utiliza-se as informações de até 1 dia antes do início da janela do evento, ou seja, do dia -4 até -249, o que equivale, em média, a um ano (apenas dias úteis). Segundo MacKinlay (1997), a estimação diária reflete melhor a reação ao evento do que a estimação em períodos de tempo maiores, como mensal, trimestral e anual. A inclusão de dias anteriores à data da divulgação é importante, pois o mercado pode se antecipar ao evento, e isso pode influenciar o preço das ações. Do mesmo modo, a inclusão de dias posteriores à data da divulgação é relevante, pois pode haver uma demora do mercado em absorver a informação divulgada (BRITO; BATISTELLA; FAMÁ, 2005).

No total, 8.585 relatórios de 303 empresas são analisados, sendo 1.155 relatórios de 231 empresas em 2011, 1.115 relatórios de 223 empresas em 2012, 1.080 relatórios de 216 empresas em 2013, 1.055 relatórios de 211 empresas em 2014, 1.030 relatórios de 206 empresas em 2015, 1.000 relatórios de 200 empresas em 2016, 1.045 relatórios de 209 empresas em 2017 e 1.105 relatórios de 221 empresas em 2018. Conforme Warner e Brown (1985), em estudos de eventos com menos de 20 amostras os graus de assimetria e curtose são elevados, problemas que não ocorrem quando a amostra é maior que 50.

Uma tolerância de 40 dias é considerada dentro da janela de estimação dos -245 dias com o intuito de evitar a exclusão de empresas com ausência de negociação de ações na bolsa de valores. São desconsiderados da análise os eventos que não apresentaram, na janela de eventos, pelo menos 1 dia de negociação e que para a janela de estimação extrapolaram a tolerância de 40 dias.

Em 2018 a ação da General Shopping (GSHP3) apresenta um retorno extremamente elevado no período -2 da DFP e isso aumenta todo o CAR durante a janela $(-3, +2)$. Como o propósito deste estudo não é analisar a magnitude da variação da ação, mas sim se a ação varia conforme são divulgadas as informações ao mercado, o ativo GSHP3 é removido da amostra. Tal remoção não modifica a interpretação geral do teste de hipótese.

Para verificar se os investidores reagem ao evento da divulgação dos relatórios financeiros trimestrais e anuais, calcula-se a média do CAR (o CAAR) para a janela de eventos $(-3, +2)$ por ano (de 2011 a 2018). Se não existir mudanças estatisticamente significativas nos preços das ações dentro da janela de eventos com a divulgação dos relatórios financeiros, o CAR é igual a zero e, portanto, a divulgação não influencia o preço das ações. Como os dados extraídos são não paramétricos e a análise é feita com base no retorno anormal acumulado (CAR), o teste não paramétrico *signrank* definido por Wilcoxon (1946) é feito para averiguar, com significância estatística ao nível de 5%, se o CAR é ou não igual à zero, conforme sugere MacKinlay (1997) e Müller (2015).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise dos resultados é feita de forma individual, ou seja, para cada demonstrativo em cada ano como mostra a Tabela 1. Ressalta-se que o valor do CAR é estabelecido com base no método do retorno ajustado ao mercado e que o CAAR corresponde a média dos CARs. Quando há significância estatística no valor do CAR em algum dia dentro da janela do evento, o valor do CAAR é destacado com o respectivo nível de significância.

Tabela 1 - Média do retorno anormal acumulado (CAAR) para a janela de eventos (-3, +2) no período de 2011 a 2018.

2011						2012				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,3257	-0,0479	-0,3187*	0,0054	-0,0021	-0,3417	-0,6482*	0,1412	0,1982	-0,1090
-2	-0,1388	-0,5447*	-0,6832*	0,0420	0,0361	0,1872	-0,1242	0,6197	0,6619	-0,4387
-1	0,3642	-0,3512	-0,9772*	0,0762	0,1209	-0,0379	-0,2995	0,2185	0,2108	-0,3850
0	0,2945	-0,4250*	-0,8668*	0,1025	-0,1374	0,0458	-0,2467	0,2754	0,8658	-0,3597
1	0,4912	-1,0980*	-1,3565*	-0,5360	-0,8838	-0,2657	0,0225	0,2126	0,7714	-0,8633*
2	0,2615	-1,0615*	-1,6485*	0,0626	-1,2147	-0,3587	-0,0109	0,1696	0,5267	-0,7279*
2013						2014				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	0,4245	-0,3842*	-0,3990	-0,0940*	-0,3852	-0,2014	0,6303	0,0844	0,5792	-0,1631
-2	0,1983	-0,2251*	-0,6121	-0,1834*	-0,0912	0,2099	0,7745	0,0850	0,7762	-0,3521
-1	0,2346	-0,3828*	-0,9280	-0,3127*	0,0971	0,2243	0,5395	-0,0249	0,4751	0,0087
0	0,1807	0,3045	-0,5123	-0,0283	-0,2104	0,4824	0,9770	0,3590	1,0967	-0,0193
1	-0,0370	-0,1349*	-0,5173	-0,6095	-0,1552	0,6978	0,6418	0,3094	0,6160	0,2621
2	-0,4912	-0,4242*	-0,7784	-0,6265	-0,3228	0,4264	0,1335	0,5203	0,4879	0,1159
2015						2016				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,2334	-0,0360	0,5944*	0,2349	0,0920	0,1588	-0,2290	-0,2679	0,0984	-0,2666
-2	-0,0513	0,2235	0,7658	0,4399	0,5337	0,4392	-0,5578*	-0,2453*	0,2516	-0,0841
-1	0,2433	-0,0595	0,4735	0,5087	0,7139	0,5056	-0,1802*	-0,6919*	-0,3078	-0,4839
0	0,3875	0,4165	0,5769	0,8980	1,0549	0,9989*	-0,1960	-1,0097*	-0,1058	-0,1887
1	0,7049	0,0208	0,5130	1,6646	0,7970	1,0853*	0,1070	-2,1456*	-0,5175	-0,3343
2	0,8867	-0,6386	0,0305	2,5815	0,4033	1,0835	0,0598	-3,2995*	-0,4816	-0,4900
2017						2018				
	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE	ITR1	ITR2	ITR3	DFP	FRE
-3	-0,0598	0,1626	-0,1803	-0,1472	-0,2092	-0,2703	0,0412	0,0477	0,2101	0,4302
-2	0,0255	-0,0089	-0,4892*	-0,2603	-1,4164*	-0,3468*	-0,1412	0,2765	0,6103	0,2787
-1	-0,0417	-0,0315	-0,3866	-0,1936	-1,5102*	-0,2964	-0,1331	0,1687	0,4389	0,5200
0	0,0729	0,1913	-0,4731	-0,2577	-0,9538	-0,2440	0,2906	0,0911	0,7318	0,2267
1	0,5358	0,4832	-1,1410*	-0,7308	-0,7917	-1,0959*	-0,0360	0,5301	0,1425	0,3556
2	0,4596	0,2031	-1,7423*	-1,1190*	-0,4825	-1,8610*	-0,3122	0,1704	0,2664	0,4874*

Fonte: Elaboração própria (2020).

Legenda: ITR - Informações Trimestrais; DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas e FRE - Formulário de Referência. Valores em porcentagem. *Significância ao nível de 5%.

Ao analisar a Tabela 1, nota-se que no ano de 2011 a divulgação das informações financeiras do segundo e do terceiro trimestre é estatisticamente significativa, sendo a ITR3 significante em toda a janela do evento. Conforme Kothari (2001), as informações trimestrais são mais tempestivas, talvez por isso são as únicas que influenciam o preço das ações no período. É importante ressaltar que dos três demonstrativos (ITR, DFP e FRE), a divulgação desses dois (ITR2 e ITR3) resulta na maior queda do retorno dentro da janela de eventos.

Em 2012, a quantidade de relatórios que apresentam significância estatística é menor em relação ao ano anterior. Há mudança significativa no preço da ação com a divulgação da ITR2 no dia -3, o que indica que o mercado se antecipa à informação. Sobre os dias posteriores, observa-se que a divulgação

do formulário de referência implica em resultados significativos nos dias +1 e +2, sendo que do dia +1 para o dia +2 o retorno diminui. Aragão e Cavalcante (2014) afirmam que no formulário de referência o emissor descreve suas políticas, regras internas e práticas recorrentes, o que resulta na troca de dados predominantemente quantitativos por qualitativos e, conseqüentemente, aumenta a qualidade das informações divulgadas.

Já em 2013, a ITR2 e a DFP são os relatórios que apresentam significância estatística. Ambos influenciam negativamente o preço das ações nos dias que antecedem à divulgação dos mesmos (-3, -2 e -1). Além disso, a Tabela 1 mostra que a ITR2 é significativa e negativa nos dias pós-divulgação (+1 e +2), o que sugere um ajuste do mercado pela supervalorização da informação divulgada. Estes achados convergem com a pesquisa de Paulo, Neto e Santos (2012), que indica que o conteúdo informacional disponibilizado é assimétrico, visto que o mercado apenas reage às divulgações de forma negativa.

Em 2014, nenhuma divulgação de relatório financeiro influencia o mercado brasileiro acionário. Tal fato pode ser resultado da crise financeira pela qual o Brasil passou no período e, até mesmo, dos escândalos de corrupção que aumentaram o ceticismo dos investidores em relação as informações contábeis. Conforme Paulo, Neto e Santos (2012), em estudos de eventos, a reação se limita à variabilidade dos retornos anormais (resíduos) calculados para os dias que compõem determinada janela de estimação, o que pode divergir das reações obtidas caso outra janela fosse considerada.

No ano de 2015 os relatórios financeiros também não são tão significantes para o mercado brasileiro de capitais. Há influência significativa e positiva da divulgação no preço da ação apenas no primeiro dia de análise (-3) do informativo do terceiro trimestre, o que pode indicar um possível vazamento de informação no mercado. Ressalta-se que a reação em relação ao preço das ações ocorre de modo positivo, ou seja, que o mercado em 2015 só reage às divulgações de variações positivas.

Em 2016, a divulgação das informações financeiras volta a exercer um papel relevante para os investidores. Entretanto, vale destacar que somente os relatórios trimestrais denotam significância, ou seja, que para o ano de 2016, há mudanças significativas no preço das ações apenas com a divulgação das informações mais tempestivas, como indica a Tabela 1. A ITR1 mostra-se relevante no dia da divulgação e um dia após (0, +1). A ITR2 é significativa nos dois dias anteriores à divulgação e, como o valor do retorno no dia da divulgação (0) é próximo do retorno do dia anterior (-1), acredita-se que a significância soou como um ajuste de preço de pré-divulgação. Já a ITR3 é significativa nos dias -2, -1, 0, +1 e +2, o que sugere uma atitude pessimista do mercado com a divulgação do relatório. Enquanto na ITR1 e na ITR2 o retorno aumenta, na ITR3 o retorno diminui.

No ano de 2017 três relatórios denotam significância em relação ao mercado, ITR3, DFP e FRE. No relatório trimestral, o primeiro dia significativo é dois dias antes da divulgação (-2), o que pode indicar um possível vazamento de informações. É interessante notar que o CAAR em -2 apresenta um valor próximo ao do dia da divulgação (0), sendo este não significativo. Tal fato leva a crer que o mercado antecipa a informação divulgada. Neste mesmo relatório ainda há relevância nos dias pós-divulgação (+1 e +2), com redução considerável do retorno de -2 para +2 (cerca de 1,3 pontos percentuais).

Ainda sobre 2017, acerca da DFP, nota-se que a influência da divulgação dos relatórios no preço das ações é tardia, pois o evento somente afeta o preço no último dia da janela de eventos. No caso do formulário de referência, entende-se que o mercado trata o relatório com pessimismo, já que nos dias -2 e -1 os resultados são significativos e negativos. Este último achado vai ao encontro da afirmação de Kothari (2001) de que as demonstrações financeiras não devem ser a única fonte de informações da firma.

Por fim, em 2018 dois relatórios se mostram significantes para o mercado brasileiro acionário, ITR1 e FRE. No informativo trimestral, o primeiro dia significativo é -2, o que revela a antecipação do mercado em relação à divulgação. Neste mesmo relatório ainda há relevância nos dias pós-divulgação (+1 e +2), com redução do retorno em torno de 1,8 pontos percentuais. No caso do formulário de referência, o relatório só afeta o mercado no último dia da janela de eventos. Este achado indica que há uma demora na absorção das informações pelos *stockholders*, demora que pode estar atrelada à quantidade de informações que o formulário possui. De acordo com Aragão e Cavalcante (2014), o FRE

apresenta informações sobre grupo econômico, ativos relevantes, estrutura de capital, política de divulgação de informações, recursos humanos, fatores de risco, dados financeiros históricos e os respectivos comentários da administração, entre outros.

De modo geral, como há mudanças significativas nos preços das ações em relação ao estimado para a janela do evento com a divulgação dos cinco relatórios analisados (ITR1, ITR2, ITR3, DFP, FRE), verifica-se que os investidores reagem às informações financeiras divulgadas pelas companhias abertas listadas na B3. Este resultado corrobora os estudos de Schiehl (1996), Prux Junior (1998), Bernardo (2001) e Ball e Shivakumar (2008). Em virtude disso, para comparar a relevância das informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, com as informações financeiras anuais, mais completas, e, então, identificar qual destes cinco relatórios explica uma proporção maior de variância do preço das ações dentro da janela de eventos, soma-se o CAR de todos os relatórios para gerar um CAR total. Como a análise comparativa da relevância é feita a partir do R-quadrado proporcional de Borcard (2002), em seguida, realiza-se uma regressão linear entre o CAR total e o CAR de cada relatório (uma regressão para cada relatório), em que o R^2_{total} de cada regressão é utilizado para calcular a proporção de influência que cada relatório tem em relação ao total.

Logo após, é feita uma regressão linear entre o CAR de um relatório com os CARs individuais dos outros quatro relatórios. Este passo se repete para cada um dos relatórios e, por isso, cinco resíduos são gerados, um para cada regressão. Na sequência, realiza-se outra regressão linear entre o CAR total e o valor residual dos relatórios calculados previamente, novamente, uma regressão para cada relatório. O R^2_{resid} obtido em cada regressão também é utilizado para o cálculo da proporção de influência que cada relatório tem em relação ao total. A proporção de influência do CAR de cada relatório em relação ao CAR total é mensurada pela razão entre os dois R^2 mencionados anteriormente, conforme a Equação 5:

$$R^2_{proporcional} = \frac{R^2_{resid}}{R^2_{total}} \quad (5)$$

Deste modo, a análise comparativa da relevância das informações financeiras mais tempestivas com as informações financeiras mais completas é feita para o período, ou seja, os 8 anos são analisados em conjunto. O valor do R^2 para o CAR Total (soma dos CARs de todos os relatórios) é estipulado mediante regressão linear em que o CAR Total é a variável dependente e os resíduos dos CARs dos relatórios, separadamente, são as variáveis independentes. Esse valor serve de base para o cálculo da proporção entre os R^2 dos cinco relatórios financeiros e é apresentado na Tabela 2. Exibe-se a Figura 1 com os valores proporcionais para cada um dos relatórios em seguida.

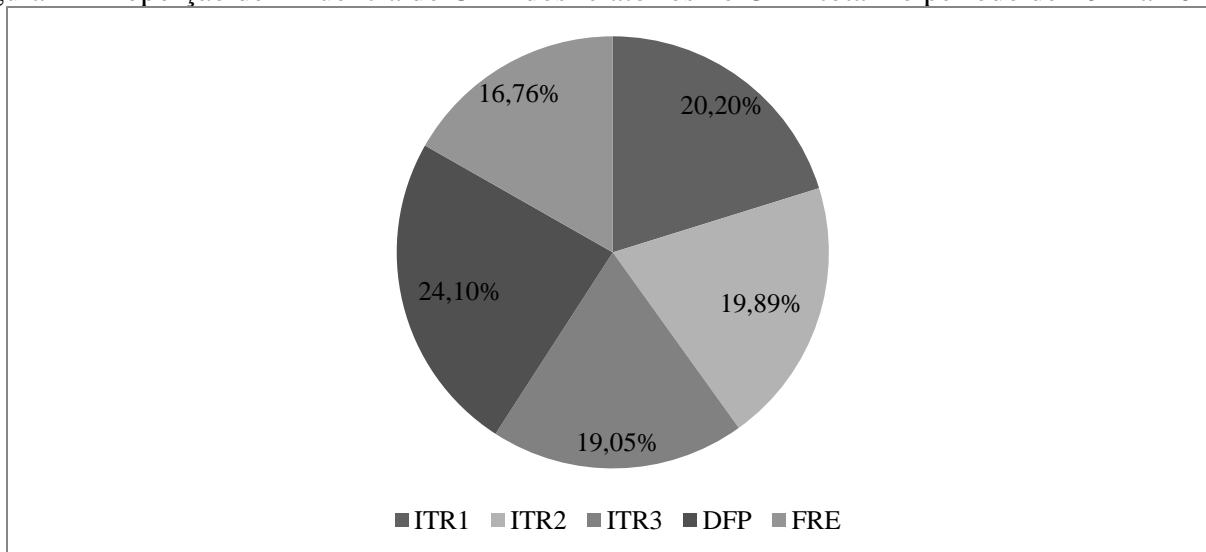
Tabela 2 - R-quadrado proporcional das regressões dos resíduos por relatório financeiro no período de 2011 a 2018

	DFP	ITR1	ITR2	ITR3	FRE	TOTAL
R-quadrado proporcional	0,2303	0,1930	0,1901	0,1820	0,1602	0,9556

Fonte: Elaboração própria (2020).

Legenda: ITR - Informações Trimestrais; DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas e FRE - Formulário de Referência. Valores em porcentagem.

Figura 1 - Proporção de influência do CAR dos relatórios no CAR total no período de 2011 a 2018



Fonte: Elaboração própria (2020).

Ao observar a Figura 1, percebe-se que o relatório que mais influencia o retorno anormal acumulado é a Demonstração Padronizada Anual (24,10%), apesar de a DFP influenciar significativamente o preço da ação somente em dois dos oito anos analisados (2013 e 2017). Nota-se, então, o interesse do mercado por este relatório e, por ser o mais influente, acredita-se que as expectativas sobre as informações nele contidas são melhores previstas. Além disso, o período de um ano para a divulgação torna-o mais previsível do que os relatórios trimestrais (ITRs) e o formulário de referência (FRE). Este resultado diverge dos achados de Ball e Shivakumar (2008), visto que as evidências empíricas encontradas por eles foram de que os relatórios financeiros trimestrais fornecem um ganho incremental no conteúdo informacional de 1% a 2% em comparação com os relatórios anuais.

O FRE é o que menos influencia o retorno anormal acumulado (16,76%) e, portanto, este pode não ser um informativo tão relevante para os investidores como a DFP, pois como apresenta uma carga elevada de informação, talvez não há tempo suficiente para o mercado absorvê-la, além de não ser obrigatoriamente auditado por auditoria externa, o que pode resultar em algumas falhas de divulgação por parte das empresas. Este achado corrobora com o estudo de Aragão e Cavalcante (2014), que analisa o comportamento das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado em relação ao preenchimento do FRE e indica que i) sobre o tema “fatores de risco”, na maior parte das empresas (78,9%) constata-se a presença de trechos inteiros repetidos, ou seja, textos já divulgados por outras empresas; ii) em resposta ao item “riscos de mercado”, os respondentes evitam comentar sobre o tema e, em algumas empresas, há confusão entre os termos “estrutura de gerenciamento de riscos” e “administração de riscos financeiros”; iii) no tocante ao item “comentários dos administradores”, as empresas adotam um parâmetro semelhante de respostas sobre os controles internos, entre outras evidências que afetam a qualidade e, conseqüentemente, a credibilidade das informações divulgadas nos FREs.

Sobre os relatórios trimestrais, ao analisar de maneira separada, os três não fogem do padrão, sendo a ITR1 a mais influente no retorno anormal acumulado (20,20%) e a ITR3 a menos (19,05%), com uma diferença de 1,15 pontos percentuais. Entretanto, ao analisar em conjunto, observa-se a relevância deste demonstrativo para o mercado. A tempestividade das informações divulgadas de 3 em 3 meses resulta em informações mais imprevisíveis, o que pode reduzir as expectativas dos investidores em relação aos relatórios trimestrais por retratarem a realidade da empresa em períodos menores. Um motivo que pode justificar o resultado da DFP ser mais influente que as ITRs, é o fato de o relatório anual ser auditado por auditoria independente, o que fortalece a credibilidade das informações divulgadas, diferente dos trimestrais que são apenas revisados.

A ITR1 apresenta retorno significativo em apenas dois anos (2016 e 2018), porém com um peso substancial em relação ao CAR (20,20%). A ITR2 tem significância no preço da ação em quatro dos oito anos estudados (2011, 2012, 2013 e 2016), assim como a ITR3 (2011, 2015, 2016 e 2017). A ITR1 é, dos relatórios trimestrais, a que influencia menos em relação aos anos, apenas dois anos em comparação com os quatro anos das ITR2 e ITR3. Contudo, devido a magnitude da influência nesses dois anos (2016 e 2018), a ITR1 é o relatório trimestral com maior impacto no mercado durante o período investigado. Ao considerar em conjunto os relatórios trimestrais, somente em 2014 que não há significância de pelo menos um deles, justamente o ano em que nenhum relatório analisado é significativo para os investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo compara a relevância das informações financeiras trimestrais, mais tempestivas, com as informações financeiras anuais, mais completas, para os investidores das companhias abertas listadas na B3 no período entre 2011 e 2018. Por meio de um estudo de eventos e do método do R-quadrado proporcional, os resultados apontam que a divulgação dos relatórios financeiros influencia o preço da ação, e, portanto, os acionistas utilizam os mesmos para tomar decisões no mercado brasileiro de capitais, e que a ordem de influência do mais influente para o menos influente é DFP (24,10%), ITR1 (20,20%), ITR2 (19,89%), ITR3 (19,05%) e FRE (16,76%). Nesse sentido, o mercado acionário investigado demonstra, de modo geral, eficiência semiforte, uma vez que os preços das ações se ajustam à informação divulgada, assim como o trabalho de Matsumoto, Baraldi e Jucá (2018).

Com base nos resultados obtidos, conclui-se que nem todas as publicações analisadas movimentam o retorno anormal acumulado de modo significativo dentro da janela esperada. Uma possível explicação para isto é a crise econômica que afetou o Brasil entre 2014 e 2016, uma vez que, segundo Ho, Liu e Sohn (2001), em momentos de crise a utilidade da informação financeira se torna menos evidente. Também não é observado um padrão muito claro de comportamento da relevância ao longo dos anos, já que em alguns anos o relatório trimestral ITR2 é significativamente relevante e em outros anos é o ITR3 ou as DFPs. Isto pode ser um reflexo da própria informação divulgada em comparação com o esperado ou do ambiente institucional brasileiro, onde o período de *black out* pode não ter sido cumprido de forma adequada pelas empresas, permitindo que alguns investidores negociem com informações privilegiadas.

Na pesquisa de Beyer et al. (2010), os autores encontraram um peso maior para a previsão dos gestores, o que está alinhado com os resultados desta pesquisa. Conforme os autores, a previsão dos gestores depende dos números divulgados nos relatórios anuais e como a DFP é o relatório que mais influencia o retorno anormal acumulado, pressupõe-se que o conteúdo informacional presente nele é o mais adequado. O relatório anual, por ter um conteúdo mais completo e ser mais robusto em termos de quantidade de informação, permite aos analistas uma previsão mais acurada do futuro, o que pode ser uma justificativa para ter sido mais relevante do que os relatórios trimestrais que são mais simplificados e tempestivos.

Outra possível justificativa para este resultado é o fato de os relatórios trimestrais não serem auditados com o mesmo rigor dos relatórios anuais, que passam por um processo de auditoria mais aprofundado, o que aumenta a sua credibilidade perante os investidores. Ademais, estudiosos sobre o assunto, como Aragão e Cavalcante (2014), afirmam que as empresas ainda necessitam de um período de aprendizado e adequação às diretrizes impostas para a elaboração do FRE, pois os autores constataam a existência de dificuldades e erros no preenchimento do FRE. Em linhas gerais, o formulário de referência, relatório menos influente, além de não ser auditado, apresenta informações mais qualitativas, que são de difícil incorporação nos modelos de decisão dos investidores.

Diferente do trabalho de Paulo, Neto e Santos (2012), na atual pesquisa o mercado reage de forma negativa (nos anos de 2011, 2012, 2013, 2016 e 2017, 2018) e positiva (2015, 2016 e 2018) à divulgação do evento. Entretanto, predomina-se a forma negativa, única opção encontrada por Paulo, Neto e Santos (2012). Entre as possíveis explicações para o ocorrido, os autores ressaltam o conservadorismo contábil,

em que as más notícias são refletidas mais rapidamente do que as boas notícias (BASU, 1997). Como limitação metodológica, os dados utilizados não são paramétricos e, em função disso, os testes realizados não têm a mesma força dos testes paramétricos, feitos quando os dados seguem um parâmetro de distribuição. O estudo aponta para outras direções a serem aprofundadas, como em analisar o porquê da influência das divulgações públicas no preço das ações. Outra sugestão seria examinar outros tipos de relatório, como a divulgação do fato relevante, do relatório de auditoria e das demonstrações que foram reapresentadas.

REFERÊNCIAS

AMORIM, A. L. G. C.; LIMA, I. S.; MURCIA, F. D. R. Análise da relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 60, p. 199-211, 2012.

ARAGÃO, L. A.; CAVALCANTE, D. S. Qualidade das informações do formulário de referência nas empresas brasileiras listadas no novo Mercado da BM&FBOVESPA. **Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 13, n. 3, p. 1089-1118, 2014.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. How much new information is there in earnings?. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 975-1016, 2008.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings1. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BATISTA, S. F.; LUZ, J. R. M.; CARVALHO, J. R. M.; MELO, L. S. A. Opções de ações e disclosure: o nível de divulgação das instituições financeiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 1, p. 01-14, 2019.

BAUMS, T. Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany. **ECGI-Law Working Paper**, n. 04, 2002.

BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo: São Paulo, 2001.

BEYER, A.; COHEN, D. A.; LYS, T. Z.; WALTHER, B. R. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 296-343, 2010.

BORCARD, D. Partial r2, contribution and fraction [a]. Montréal: [s.n.], 2002.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 40, n. 4, p. 353-360, 2005.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 3-31, 1985.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate

governance. **Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.

CAMPOS, L. C.; LEMES, S. Ensino de notas explicativas nos cursos de Ciências Contábeis de universidades públicas brasileiras. **Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 12, n. 1, p. 249-282, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 - Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários**, 2009. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html> Acesso em: 06 jan. 2020.

DANTAS, J.; CHAVES, S.; SILVA, M.; CARVALHO, R. Determinações de Refazimento/Republicação de Demonstrações Financeiras pela CVM: O papel dos auditores independentes. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 45-64, 2011.

DUARTE, D. L.; ARAÚJO, F. B. B.; PEIXOTO, F. M.; BARBOZA, F. L. M. Disclosure de Governança Corporativa e o Nível de Internacionalização das Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 12, n. 3, p. 3-21, 2019.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FONSECA, R.; MARQUES, J. A. V. C.; SANTOS, O. M. Relevância da informação contábil: estudo de eventos no setor de petróleo e gás. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 1, p. 46-65, 2019.

GARCÍA, M. D. P. R.; ALEJANDRO, K. A. C.; SÁENZ, A. B. M.; SÁNCHEZ, H. H. G. Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America?. **Emerging Markets Review**, v. 30, p. 155-168, 2017.

GONÇALVES, J. C.; BATISTA, B. L. L.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 3, p. 25-43, 2014.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HO, L. C. J.; LIU, C. S.; SOHN, P. S. The value relevance of accounting information around the 1997 Asian financial crisis—the case of South Korea. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 8, n. 2, p. 83-107, 2001.

HOWARD, J.; ZHOU, J. The Timeliness of XBRL Filings: An Empirical Examination. **Journal of Information Systems (forthcoming)**, 2020.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – IASB. **International Accounting Standards 34 – Interim Financial Report**, 2000. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued->

standards/list-of-standards/ias-34-interim-financial-reporting/ Acesso em: 06 jan. 2020.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; HOLANDA, A. 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.

MATSUMOTO, G. S.; BARALDI, G. P.; JUCÁ, M. N. Estudo de eventos sobre o anúncio da emissão de debêntures. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n. 3, p. 493-520, 2018.

MÜLLER, S. Significance tests for event studies, 2015. Disponível em:
<<https://www.eventstudytools.com/significance-tests>>. Acesso em: 10 dez. 2019.

MURCIA, F. D.-R.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

PAULO, E.; NETO, A. S.; SANTOS, M. A. C. Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 54-79, 2012.

PRUX JUNIOR, J. L. **Assimetria informacional e precificação das ações das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre: Rio Grande do Sul, 1998.

SANTOS, J. G. C. D.; COELHO, A. C. Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p. 390-404, 2018.

SCHIEHL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre: Rio Grande do Sul, 1996.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

ZANON, A. R. M.; DANTAS, J. A. Reação do mercado à emissão de instrumentos de dívida elegíveis a capital pelos bancos brasileiros. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 17, n. 1, p. 1-23, 2020.

WILCOXON, F. Individual comparisons of grouped data by ranking methods. **Journal of Economic Entomology**, v. 39, n. 2, p. 269-270, 1946.