

A RELAÇÃO ENTRE A DIVULGAÇÃO DO RESULTADO CONTÁBIL E O RETORNO DAS AÇÕES DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS EM DECORRÊNCIA DO COVID-19

Liliane Cristina Segura ¹

César Guimarães Cabral ²

Daniel Godoy Castro Tardio ³

RESUMO

Este estudo se propõe a avaliar qual a relação entre a divulgação do resultado contábil e as variações de mercado nas companhias abertas brasileiras em um cenário de crise como a COVID-19, além de compreender os motivos causadores dos resultados encontrados em caso de relações positivas ou negativas entre as duas variáveis. Um estudo sobre uma crise como a do Coronavírus, a respeito de seu impacto no mercado de ações brasileiro, facilita a possibilidade de compreensão popular de não apenas como o mercado funciona, mas qual o comportamento do brasileiro num cenário tão distante da realidade normal a qual está acostumado. Foram coletados dados para análise por meio de livros, entrevistas, artigos e bases de dados disponibilizadas online, e posteriormente os dados foram transformados em informações que auxiliaram a responder o problema de pesquisa

Palavras-Chave: Coronavírus; resultado contábil; variação de mercado.

ABSTRACT

This study proposes to evaluate the relationship between the disclosure of accounting results and market variations in Brazilian public companies in a crisis scenario such as COVID-19, in addition to understanding the reasons for the results found in the case of positive or negative relationships between the two variables. A study of a crisis such as the Coronavirus, regarding its impact on the Brazilian stock market, facilitates the possibility of popular understanding of not only how the market works, but what is the behavior of the Brazilian in a scenario so distant from the normal reality that is used to. Data were collected for analysis through books, interviews, articles and databases made available online, and later the data were transformed into information that helped to answer the research problem.

Keywords: Coronavirus; accounting results; stock market variation.

¹ Professora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Finanças Empresariais da Universidade Presbiteriana Mackenzie. E-mail: liliane.segura@mackenzie.br

² Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. E-mail: cesarguimaraescabral@gmail.com.

³ Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. E-mail: danielgtardio@gmail.com.

1. Introdução

Crises econômicas acontecem frequentemente ao redor do mundo, seja por motivos sociais, políticos ou devidamente econômicos. Porém, ao longo da história, crises decorridas por doenças deixando o cenário socioeconômico muito ruim aconteceram em algumas ocasiões específicas.

No Brasil, a Bolsa de Valores foi instaurada primeiramente como “Bolsa Livre”, em 1890. Desde esse primeiro passo econômico do Brasil, diversos fatos ocorreram. Mudanças cambiais, alterações nas taxas de juros, inflação a níveis inimagináveis, tanto como impactos sofridos por conta do mundo agora globalizado.

Atualmente, existe uma bolsa unificada, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), com mais de 400 empresas listadas, considerando nacionais e internacionais (Toro Investimentos, 2020). Dividida em setores, a bolsa tem companhias desde bens industriais a materiais básicos, como de utilidade pública a petróleo e gás.

O enorme avanço tecnológico desde a criação da Bolsa Livre em 1890 até os dias atuais facilitou a entrada de novos investidores no mercado. Porém, para que os investidores possam a precificar e alocar corretamente seus ativos, as informações contábeis são parte importante nesta avaliação. Estudos indicam que a contabilidade é uma parte das informações utilizadas para a precificação das ações da empresa (Ball & Brown, 1968; Iudicibus & Lopes, 2012; Sarlo Neto et al., 2005), e que as informações disponíveis no mercado são muito importantes para a base de cálculo dos fluxos de caixa futuro.

Diante disso, é importante analisar qual a tendência na precificação dos ativos existentes no mercado brasileiro de ações em um período de crise, como da COVID-19. De acordo com Segura; & Pinto (2021) as consequências econômicas da pandemia ainda não são totalmente conhecidas. Por conta disso, é necessário um estudo a respeito da importância das divulgações contábeis sobre as variações do preço de mercado das companhias brasileiras de capital aberto.

Assim, a pergunta de pesquisa deste artigo é: em um cenário de crise, assim como da COVID-19, qual a relação entre a divulgação do resultado contábil e as variações dos preços das ações das companhias abertas? Para responder a esta pergunta de pesquisa, o objetivo geral deste trabalho é avaliar a relação das variações no mercado financeiro de ações, devido à divulgação dos resultados contábeis em diversos setores no cenário de crise acarretado pelo COVID-19.

Este tema foi pautado para este estudo visando encontrar relações entre as divulgações de resultado contábeis e a precificação no mercado financeiro de ações de todos os setores em um cenário de crise socioeconômica, para verificar se existe alguma ligação, ou se o mercado financeiro brasileiro funciona, em sua maioria, por base de simples especulação de mercado.

Assim, com esta análise, será possível entender de forma mais clara, e relacionar as influências dos números contábeis na precificação dos títulos de ações na Bovespa, de companhias de todos os setores, desenvolvendo uma facilidade de análise e de realização de operações em um cenário de crise.

Este artigo está dividido em 5 partes: introdução, referencial teórico, procedimentos metodológicos, análise dos resultados e conclusão.

2. Referencial Teórico

O mercado financeiro em economia é um ambiente que reúne tomadores de recursos e investidores, permitindo a negociação de ativos, como títulos públicos, derivativos, ações, fundos de investimentos, moedas entre outros (Reis, 2018). Os intermediários informacionais surgem nesse ambiente como os responsáveis por promover o encontro entre estes agentes (Healy & Palepu, 2001).

As ações no Brasil são negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), que é responsável por organizar e estruturar o mercado financeiro de ações, realizando as negociações entre os tomadores de recursos e os investidores, ou seja, realizar as negociações entre aqueles que querem comprar e aqueles que querem vender ações (Reis, 2018).

Sarlo Neto et al. (2005) definem que o ambiente econômico e jurídico vigente no mercado de títulos pode, inclusive, demandar classificações diferentes de ações, com obrigações e direitos diferentes e com poder informacional diverso. Os autores também concluíram que a relevância da informação contábil pode ter utilidade diversa dependendo das influências econômicas do país.

As empresas, então, realizam a abertura de seu capital aos terceiros, visando a captação de recursos através das ações negociadas na Bolsa de Valores, a fim de realizar a expansão de seu negócio, buscando melhorias em sua estrutura, para obter melhores resultados à frente de sua concorrência. Dessa forma, a principal forma de obter esses recursos é através do IPO (Toro Investimentos, 2020).

Ao finalizar este processo, o tomador pode obter os recursos financeiros por meio do mercado de ações, com a negociação de seus papéis, desta forma, ações representam uma fração do valor das empresas e uma participação em seu capital social. De acordo com a Toro Investimentos (2019), pode-se dizer, então, que ação é um pequeno pedaço de uma empresa, e isso significa que, quando você compra uma ação, você se torna sócio dessa organização.

Segundo a teoria dos mercados eficientes (Deorce et al., 2018), desenvolvida em meados dos anos 60 e 70 por Eugene Fama, um mercado eficiente é aquele em que o número de investidores são compostos por investidores racionais e visam maximizar seus lucros, através da previsão do valor futuro das ações em seu portfólio.

Fama (1970) desenvolveu a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) onde define que as variações dos preços das ações de forma imediata incorporam todas as informações relevantes e expectativas sobre as empresas, ou seja, não incorporando apenas números em estudos realizados, mas também informações de governança e, principalmente, *disclosure* em seus relatórios.

Também de acordo Fama (1970) a divulgação de novas informações nas mídias, deveriam explicar as variações nos preços das ações, onde impulsionariam os investidores na tomada de

decisões, consequentes gerando alterações nos retornos das ações do mercado. Ainda de acordo com Fama (1970), o mercado eficiente é aquele que processa informações disponíveis com rapidez.

Durante os anos, muitas pesquisas foram realizadas com a intenção de estudar as ligações sobre a divulgação do resultado contábil nos preços das ações. O primeiro trabalho foi por (Ball & Brown, 1968), onde foi analisada a influência dos lucros contábeis sobre os preços das ações (Sarlo Neto et al., 2005; Sarlo Neto, 2009). Eles perceberam que os preços dos títulos variam na mesma direção dos lucros contábeis, provavelmente porque reagem aos mesmos eventos que os lucros apurados pelas empresas. Ao mesmo tempo, Hendriksen & Van-Breda (1999) também avaliam que os lucros transmitem informação ao mercado de títulos e que o mercado se comporta como se contivesse informação para essa precificação.

Nos países que possuem mercados de capitais desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra, as pesquisas buscam traçar relações entre as informações contábeis divulgadas e os preços das ações praticadas. Para Hendriksen & Van-Breda (1999), os preços captam uma gama de informações mais ampla do que apenas os lucros contábeis.

As pesquisas sobre o conteúdo informacional dos lucros começaram a ser aplicado em mercados de capitais menos desenvolvidos, como o mercado brasileiro, por exemplo, devido ao interesse e crescimento da atividade durante o período inicial da crise ocasionada pelo vírus Sars-Cov-2, no qual taxas de juros como SELIC e CDI, já apresentavam baixas rentabilidades, retirando o foco de investimentos de renda fixa, e levando-o para o mercado de ações. As evidências encontradas nas pesquisas divulgadas, indicam que apesar de seguirem a mesma direção, lucro e preço, apresentam variações com intensidades diferentes, nas quais, as variações positivas nos lucros estão relacionadas com variações positivas nos preços, mas não com a mesma escala de variação (Sarlo Neto et al., 2005).

Neste contexto do Covid-19, o consumo caiu drasticamente por conta da distância social. Milhares de empregos foram perdidos e outros milhares não serão iguais nos próximos anos (Brodeur et al., 2020). Isso significa que a previsibilidade dos lucros também mudou.

Nesse contexto, identificou-se que os índices mais utilizados para medir a performance da empresa são: ROA (Return on assets), ROE (Return on equity) e ROI (Return on investment). Esses indicativos apresentam análises e estudos de comparação sobre o resultado das companhias e o quanto são significativos em seus ativos, no retorno obtido sobre ações detidas pelos acionistas e na sua eficiência em utilizar o capital para investimento, respectivamente.

“Profitability ratios are an indicator for the firm's overall efficiency. It's usually used as a measure for earnings generated by the company during a period of time based on its level of sales, assets, capital employed, net worth and earnings per share. Profitability ratios measures earning capacity of the firm, and it is considered as an indicator for its growth, success and control. Creditors for example, are also interested in profitability ratios since they indicate the company's capability to meet interest obligations. Shareholders also are interested in profitability. It will indicate the progress and the rate of return on their investments” (Kabajeh et al., 2012).

Além dos índices financeiros, o analista se utiliza de diversas outras informações, entre elas, o relatório da administração, o parecer dos auditores e, principalmente as notas explicativas. Nesse sentido, entende-se que, em um período de mudanças econômicas e incerteza, o

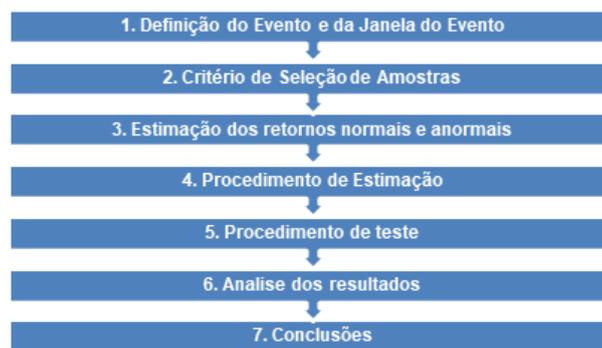
conteúdo informacional das demonstrações seja mais importante para a precificação das ações das empresas.

3. Procedimentos Metodológicos

Visando atingir os objetivos propostos, a metodologia adotada é composta por um estudo quantitativo. No caso, procura-se observar se as divulgações contábeis de resultado são refletidas pelo preço das ações em diversos setores durante a crise socioeconômica.

Por um estudo de eventos, é possível desenvolver um modelo de exame acerca da influência de um determinado fenômeno no desempenho das empresas, de acordo com os impactos ocorridos após o fenômeno acontecer de fato. Para o estudo, é utilizada uma técnica de análise, na qual é comparado o retorno histórico das ações em um período anterior, e as compara com o que aconteceu na realidade do período em que está sendo estudado (Soares et al., 2002). Assim, o estudo de evento é um método que identifica a influência de eventos específicos na avaliação dos preços das ações de determinadas empresas. A figura 1 mostra os passos para a coleta e tratamento dos dados, de acordo com o estudo de eventos.

Figura 1 - Fases do estudo de eventos.



Fonte: (Soares et al., 2002)

Quanto à população e amostra, esta etapa consiste na definição dos critérios utilizados para a seleção das empresas que se encaixam na zona de estudo determinada. A população deste estudo é composta por todas as empresas listadas na B3. A amostra estudada utilizou critérios que relacionam o total de empresas de capital aberto, em fase já operacional, vinculadas à B3, de todos os setores da bolsa, sem ramo específico de atividade definido, a partir do índice Ibrx-50 (Índice Brasil 50).

Desta forma, foram levantados os dados necessários para a realização do estudo numa composição final de 50 empresas com observação nos preços diários das ações durante 177 dias (de 02 de janeiro a 15 de setembro de 2020), compondo um total de 8.850 observações.

Em relação ao evento e janela de evento, a definição do evento é a escolha do fenômeno a ser estudado. A janela do evento é o período no qual o valor das ações das empresas será examinado. Considerou-se também, além do próprio período que está sendo estudado, um período anterior e um período após o fato ocorrido.

Este estudo considera a data de 11 de março de 2020 como o início da janela de evento (início da pandemia), visto que nesse dia foi declarado pela OMS (Organização Mundial da Saúde) que havia uma pandemia do novo Coronavírus (Fong et al., 2020). No mesmo dia foi acionado pela primeira vez no ano o *circuit breaker* na bolsa brasileira. Após o primeiro incidente, ele foi acionado por mais outras sete vezes até o mês de junho. Além das janelas de eventos adicionais, avaliando os resultados das divulgações dos resultados por companhia (para cada companhia uma janela de evento diferente) referente a divulgação dos resultados contábeis trimestrais de março e junho de 2020.

A base de dados deste estudo foi formada pelas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. As informações sobre as empresas pesquisadas foram obtidas por intermédio do banco de dados disponibilizado pelo site da *InfoMoney*.

Os métodos dentro deste estudo são modelos de cálculos trabalhados e desenvolvidos por Ball & Brown (1968), para analisar um estudo de evento. A pesquisa utiliza a divulgação das informações contábeis para o mercado para poder mensurar a variação ocorrida nos preços das ações. Ao estudar o preço das ações antes, durante e depois de certo evento, é possível enxergar a maneira na qual os investidores se comportam após terem conhecimento das informações apresentadas nas divulgações contábeis.

Modelo utilizado por Ball e Brown (1968) em seus estudos, demonstra uma previsão que o valor atual será o mesmo do período anterior, com uma variação ocasionada apenas a comparação entre os dois períodos em questão. A equação abaixo demonstra o cálculo do lucro anormal (Iudicibus & Lopes, 2012) na equação 1:

$$LA_{i,t} = Luc_{i,t} - Luc_{i,t-1}$$

Equação 1

Em que:

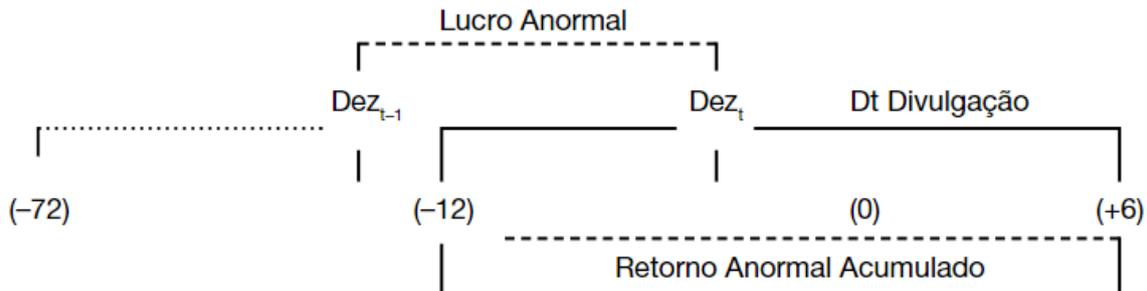
Lucit = Lucro Contábil da empresa i do ano t e

Lucit-1 = Lucro Contábil da empresa i no ano t-1.

O lucro anormal pode ser analisado de duas formas: caso o resultado seja positivo, a informação incorporada ao preço se refere as “Good News”; quando esse resultado é negativo, a informação é desfavorável aos investidores e, portanto pode ser denominada como uma avaliação de “Bad News” incorporada ao calculo do preço das ações (Iudicibus & Lopes, 2012).

Na figura 2 apresenta-se os intervalos do evento, representado pela data analisada e a data de divulgação do evento.

Figura 2 - Intervalos do evento



Fonte: (Sarlo Neto et al., 2005)

Este artigo também utilizou o Modelo de Mercado, que foi o mesmo utilizado por Ball e Brown (1968), e comumente utilizado em estudos de eventos. O retorno calculado da ação é identificado pelo retorno anormal, conforme o cálculo da equação:

$$r_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Equação 2

Fonte: (Iudicibus & Lopes, 2012)

Sendo:

$r_{i,t}$ = taxa de retorno da ação i no período $[t, t-1]$,

$P_{i,t}$ = preço da ação i no mês t e

$P_{i,t-1}$ = preço da ação i no mês t-1.

Adicionalmente ao retorno anormal foi utilizado o Modelo de Mercado, que se utiliza de um estudo estatístico representado por uma regressão linear entre os retornos de determinada ação e os retornos da carteira do mercado, conforme representado pela equação do cálculo do modelo de mercado na equação 3:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + e_{i,t}$$

Equação 3

Fonte: (Iudicibus & Lopes, 2012)

Sendo:

$r_{i,t}$ = Retorno da empresa i no período t ;

α_i = Interceptor da empresa i ;

β_i = Coeficiente de variação da empresa i no período t ;

$r_{m,t}$ = Retorno do mercado no período t e

$e_{i,t}$ = Erro da empresa i no período t .

Por meio dos resultados obtidos pelo modelo de mercado, foi possível calcular o retorno esperado para a ação em estudo representado na equação 4:

Figura 6 - Retorno esperado da ação

$$E(r_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i r_{m,t}$$

Equação 4

Fonte: (Iudicibus & Lopes, 2012)

Racional:

$E(r_{i,t})$ = Retorno esperado da empresa i no período t ;

α_i = Interceptor da empresa i ;

β_i = Coeficiente de variação da empresa i no período t e

$r_{m,t}$ = Retorno do mercado no período t .

Com isso, a diferença identificada entre o retorno esperado calculado pelo modelo de mercado (equação 3) e o retorno da ação (equação 4) em determinado período é identificada como o Retorno Anormal da Ação (Iudicibus & Lopes, 2012).

Assim, o retorno anormal é calculado pela equação 5:

$$RA_{it} = r_{it} - E(r_{i,t})$$

Equação 5

Fonte: (Iudicibus & Lopes, 2012)

Sendo:

RA_{it} = Retorno Anormal para a empresa i no período t ;

rit = Retorno da empresa i no período t ;

$E(ri,t)$ = Retorno esperado da empresa i no período t ;

Por fim, o retorno anormal acumulado de cada ação (CAR), é calculado a partir da aplicação de todos os retornos anormais mensais relacionados até que se chegue na data de estudo determinada. A amplitude do evento estudado é equivalente a 9 meses, sendo que para cada janela de evento, utilizou-se -5 dias e +5 dias, assim, tem-se a equação apresentada na equação 6:

Figura 8 - Retorno anormal acumulado (CAR)

$$CAR_{it} = \prod_{t=-5}^T (1 + RA_{it}) - 1$$
$$T = -5, -4, \dots, +4, +5, +6$$

Equação 6

Fonte: (Iudicibus & Lopes, 2012)

sendo:

CAR = Retorno Anormal Acumulado para empresa i ;

RA = Retorno Anormal para a empresa i no período t ;

O índice de retorno acumulado apresenta de qual maneira a ação se comportou durante a janela de evento que foi determinada, neste caso, de 9 meses. O índice torna possível que seja acompanhada a reação da ação antes, durante e após o período no qual as demonstrações contábeis foram divulgadas ao mercado.

4. Análise dos dados

4.1 Análise descritiva da amostra

Este estudo utilizou a amostra baseada em 50 ações de companhias listadas na bolsa de valores brasileira, todas pertencentes ao índice IbrX-50 (Índice Brasil 50, na Bolsa de Valores de São Paulo) na data base de dezembro de 2019. Este índice é uma carteira teórica das ações

mais negociadas na bolsa brasileira. Os critérios avaliados para a composição da carteira teórica pelos ativos são suas respectivas liquidez e valor de mercado na bolsa.

Após coletados os dados das ações que compunham o IbrX-50 em dezembro de 2019, foi feita a segregação dos ativos por segmentos de investimento, totalizando 11 segmentos. São eles: Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção Civil e Imóveis, Educação, Indústria de Celulose, Máquinas e Equipamentos, Gás/Óleo e Mineração, Saúde, Serviços financeiros, Serviços Gerais e Transporte.

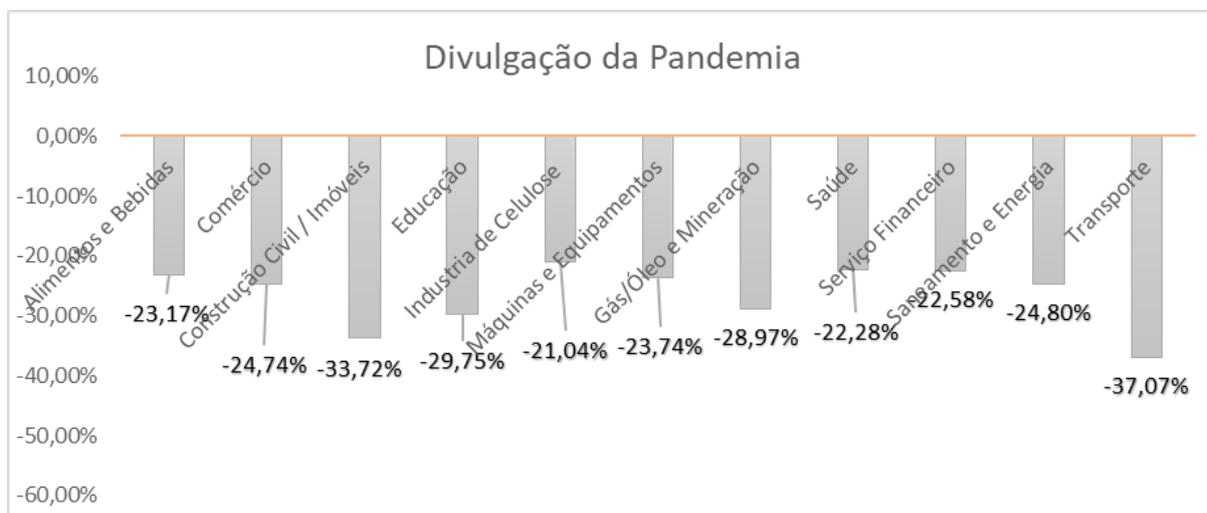
Os cálculos do estudo foram feitos com base nos ativos da carteira teórica, uma vez que se tornou possível fazer a seleção para a obtenção dos resultados divulgados pelas empresas nos trimestres de março e junho de 2020, como também o resultado de cada ativo no dia da divulgação pela WHO (*World Health Organization*), que a infecção pela doença de Coronavírus tornou-se uma pandemia, em 11 de março de 2020.

4.2 Análise da divulgação da pandemia do COVID-19

A partir da data de anúncio da pandemia, uma janela de evento adicional foi adicionada aos cálculos, considerando 11 dias dentro dela, sendo a data de divulgação da notícia a data fundamental de análise (média).

Foi realizado o cálculo do Retorno Anormal (AR) para cada ativo dentro do período de onze dias da janela de evento adicional. Considerando a segregação por segmentos de investimentos que havia sido feita, os resultados médios por setor podem ser vistos na figura 3:

Figura 3 – Divulgação da pandemia



Fonte: Dados da pesquisa

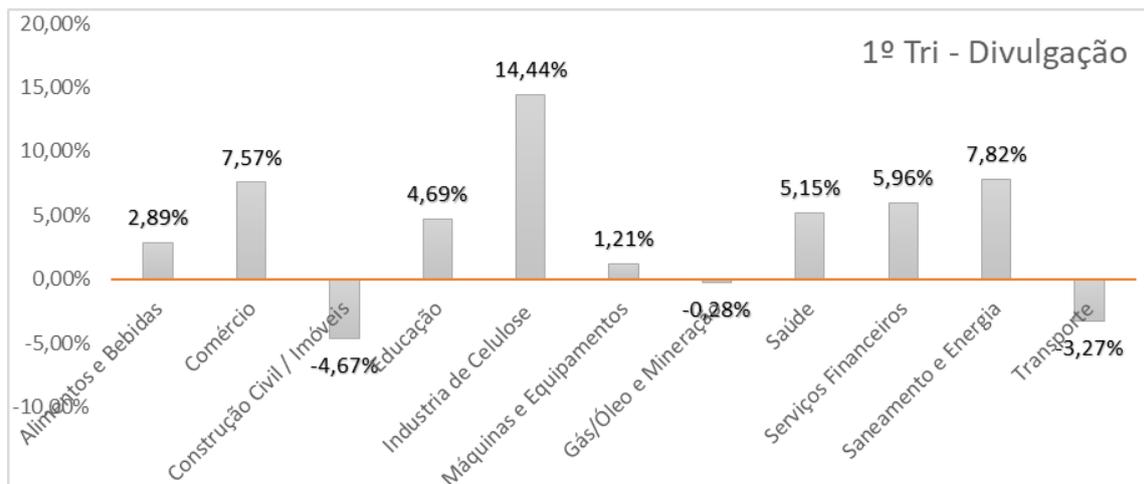
Observados os cálculos, foi possível identificar que, apesar de todas as variações serem negativas, e grande parte delas não serem tão discrepantes entre si, foi notado que o setor de Indústria de Celulose obteve o menor resultado negativo, enquanto o setor de Transportes foi o maior impactado.

Para o setor de Indústria de Celulose, não foi possível identificar motivos para embasar, por meio de dados e correlações, uma explicação razoável para ter sido o setor menos impactado. Já para o setor de Transportes, visto que a partir do momento no qual a publicação da notícia referente à pandemia tornou-se pública, diversas empresas passaram a trabalhar em seus planos contingenciais de quarentena (*home-office*, por exemplo), os principais estados iniciaram conversas sobre possíveis quarentenas, assim como rumores sobre viagens aéreas serem canceladas indeterminadamente surgiram, o setor, dentre a separação realizada, diretamente e talvez mais efetivamente impactado no período, foi o de Transportes (composto majoritariamente por empresas aéreas).

4.3 Análise da divulgação de resultados no primeiro trimestre

Diferentemente da maneira que foi realizada a análise de resultados das variações dos ativos após a divulgação da pandemia, o parâmetro de cálculo utilizado para observar as variações dos ativos no dia das divulgações das demonstrações financeiras findas em 31 de março de 2020 foi o Retorno Anormal Acumulado (CAR). Apesar de a janela de evento permanecer em onze dias para o estudo, a variação estudada foi determinada entre cinco dias antes e após a divulgação dos resultados de cada ativo. A figura 4 mostra a análise do resultado anormal referente a divulgação dos resultados do 1 trimestre de 2020.

Figura 4 – Análise do resultado anormal ref. a divulgação de resultados do 1º trimestre de 2020



Fonte: Dados da pesquisa

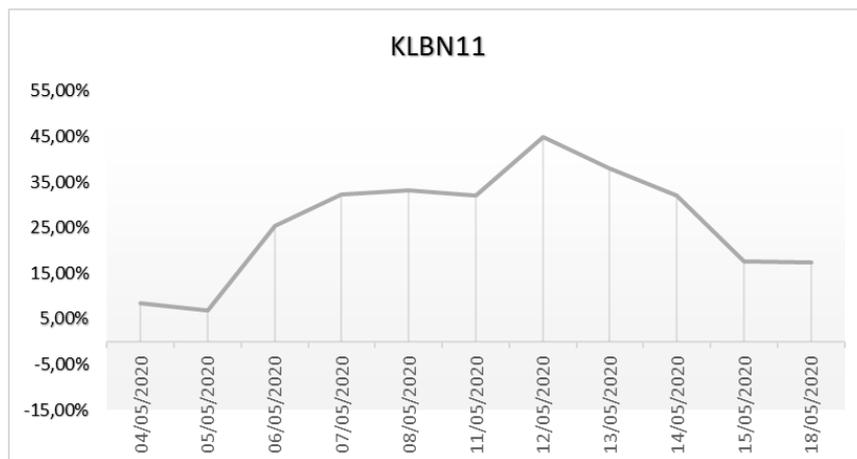
O setor com maior retorno anormal positivo foi o setor de Indústria de Celulose. O setor que demonstrou maior retorno anormal negativo foi o de Construção Civil e Imóveis. As variações de ambos os setores estão em linha com o que foi demonstrado em março, no início da pandemia.

A partir disto, foram coletadas as informações apresentadas nas demonstrações financeiras dos ativos com maior variação dentre esses dois setores após as publicações do primeiro trimestre. Para o setor positivo, a Klabin S/A (KLBN11), e para o setor negativo, a Cyrella (CYRE3).

Para a análise dos resultados divulgados pelas companhias ao final do primeiro trimestre do ano, foram coletadas as informações de suas demonstrações financeiras para cálculo de importantes índices de rentabilidade (ROA, ROE), endividamento (endividamento total; ET) e de liquidez corrente (LC).

A Klabin divulgou seus resultados em 11 de maio de 2020, e seus índices ficaram em -9,29% de ROA, -91,87% de ROE, 89,89% de endividamento total e 3,93 para índice de liquidez corrente. A figura 5 mostra a análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 1 trimestre para a empresa Klabin

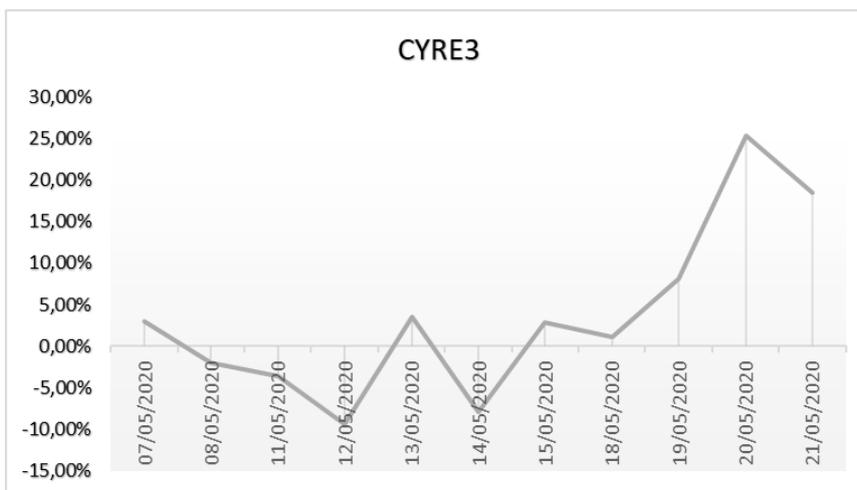
Figura 5 – Análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 1º tri. para a empresa Klabin



Fonte: Dados da pesquisa

Por outro lado, a Cyrella, que teve sua publicação em 14 de maio de 2020, e seguindo a mesma ordem dos indicativos apresentados para a Klabin, os números a seguir foram obtidos: 0,39% de ROA; 0,58% de ROE; 33,46% de ET; 0,72 para LC. A figura 6 mostra a análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 1 trimestre para a empresa Cyrella.

Figura 6 – Análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 1º tri. para a empresa Cyrella



Fonte: Dados da pesquisa

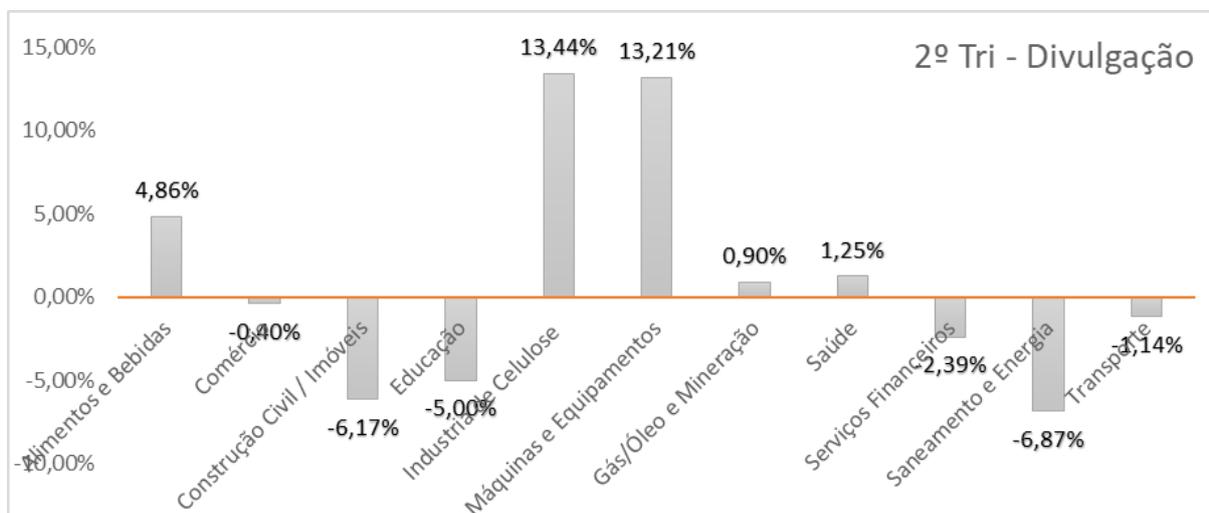
Não foi possível encontrar uma correlação entre os resultados divulgados pelas empresas pesquisadas e a variação de mercado delas na bolsa. A Cyrella, apesar de demonstrar bons números, teve um retorno anormal acumulado negativo em seu ativo no período de sua publicação. O setor de construção civil e imóveis no Brasil já vem há alguns anos sendo impactado negativamente, tanto por motivos advindos do governo (instabilidade econômica), quanto por conta da diminuição de suas atividades por conta da pandemia, já que houve desmobilização e diminuição na procura de imóveis.

Em contrapartida, a Klabin, maior produtora e exportadora de papéis do Brasil, não parou suas atividades e também se beneficiou com o aumento extremamente relevante, durante todo o período de quarentena (que se estende até meados de novembro), de compras pela internet, dos quais faz-se uso de embalagens de papelão e sacos de papel no processo de entrega dos produtos. Tais fatos podem expressar a boa relação da Klabin com o mercado, apesar de seus resultados divulgados não serem tão expressivos positivamente numa visão mais analítica de seus números.

4.4 Análise da divulgação de resultados no segundo trimestre

O mesmo conceito de avaliação dos resultados do primeiro trimestre foi utilizado para o segundo, assim como a janela de evento de 11 dias, com o dia de divulgação dos ITRs (Informações Trimestrais) sendo a média entre os dias avaliados. A figura 7 mostra a análise do resultado anormal referente a divulgação de resultados do 2º trimestre de 2020

Figura 6 – Análise do resultado anormal ref. a divulgação de resultados do 2º trimestre de 2020



Fonte: Dados da pesquisa

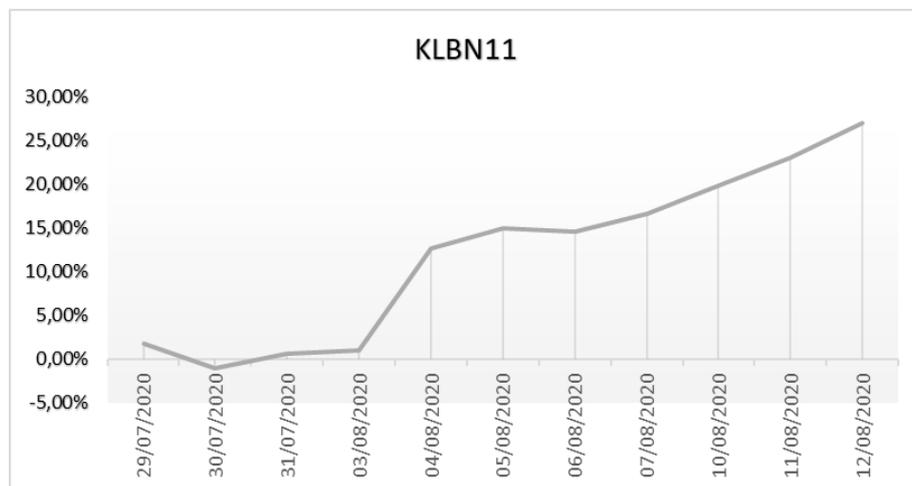
É possível notar uma constante de resultados positivos no setor de Indústria de Celulose, provavelmente por conta dos motivos citados na avaliação do primeiro trimestre. Porém a performance positiva do setor de Máquinas e Equipamentos é um resultado bem diferente do apresentado no último trimestre, uma vez que também é composto por indústrias que não pararam suas atividades em decorrência do Covid-19, mas obtiveram resultados piores no primeiro trimestre, talvez por conta da incerteza do mercado em como ficaria o setor com todas os impactos que viriam a acontecer. Uma vez que já ocorridos, o mercado passou a

deixar de ter incerteza e agir sobre o risco, que pode explicar a boa variação do ramo no período.

Neste segundo trimestre, o setor de Construção Civil e Imóveis não foi o que obteve a maior variação negativa, pois ficou atrás de Saneamento e Energia. Mesmo com a aprovação do Marco Relatário do Saneamento, não se consolidou investimento necessário, e o mercado pode ter se ajustado na expectativa de retornos desse setor. Ainda assim, o setor pode ter sido prejudicado por conta da crescente de inadimplências que se espalhou pelo país durante a quarentena. Todavia, para o primeiro, a suposição das variações negativas mantém-se a explicação dos primeiros meses do ano.

Acompanhando as empresas dos principais setores mais afetados, positiva e negativamente, durante o período de pandemia, segue abaixo avaliação dos resultados de Klabin e Cyrella para o segundo trimestre. A figura 8 mostra a análise dos resultado anormal da divulgação do 2 trimestre para a empresa Klabin.

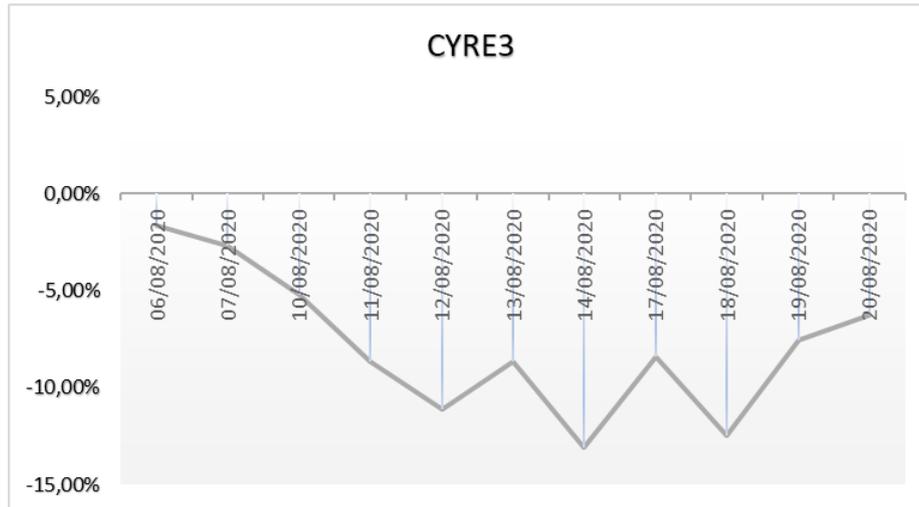
Figura 8 – Análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 2º tri. para a empresa Klabin



Fonte: Dados da pesquisa

A boa relação da Klabin com o mercado vista nos três primeiros meses do ano fez-se constante durante os três meses seguintes, provando que ao menos o mercado tem outras maneiras de avaliar as companhias que o servem, mesmo quando seus indicadores não se mostram tão favoráveis. Os indicadores encontrados para a Klabin em suas demonstrações financeiras findas em 30 de junho de 2020 foram: -9,47% de ROA, -104,49% de ROE, 90,94% de endividamento total e 5,65 de índice de liquidez corrente.

Figura 9 – Análise do resultado anormal na divulgação dos resultados do 2º tri. para a empresa Cyrella



Fonte: Dados da pesquisa

Na mesma ordem de apresentação anterior, os resultados obtidos pela Cyrella, identificados na figura 9 apresentam: 1,27% de ROA; 1,97% de ROE; 35,81% de ET e 0,78 para LC. Estes resultados estão em linha com a avaliação feita no tópico anterior. O setor de construção civil no Brasil está sofrendo impactos desde antes da pandemia, e com a inclusão dela ao cálculo, o que não era bom se tornou pior.

5. Considerações finais

O objetivo deste estudo foi responder qual seria a relação entre a divulgação do resultado contábil e as variações dos preços de mercado das ações das companhias abertas brasileiras. A partir dos dados coletados para realização do estudo, não foi identificada relação significativa entre a variação das empresas e seus resultados. É possível observar que os preços das ações reagiram de forma diferente dos resultados apresentados nas demonstrações contábeis. No entanto, essa reação pode ter ocorrido por conta da apresentação de resultados diferentes das expectativas dos investidores. As prováveis causas de variação podem também ter se apresentado por meio de outras análises: socioeconômicas, de incertezas, de esperanças e de especulação.

Desde o momento em que foi divulgado que havia uma pandemia, o preço das ações das empresas brasileiras reagiu muito negativamente, como demonstrado neste estudo. Muitos investidores retiraram seu capital investido da bolsa, pois tinham inúmeras incertezas sobre quais seriam os próximos acontecimentos no país. O Ibovespa atingiu em 23 de janeiro de 2020 seu recorde nominal ao alcançar 119.528 pontos. Em 13 de março ele havia despencado 39%, a 72.583 pontos. Essa tremenda queda demonstra muitos aspectos do mercado brasileiro: falta de preparo dos investidores, gana em imediatidade e o quanto as notícias impactam o cenário brasileiro.

Como afirmado por Hendriksen e Van Breda (1999), a correlação entre o lucro e preço não é perfeita por conta de “um conjunto de informações muito mais amplo do que o apresentado por lucros contábeis”. Desta forma, um cenário de crise pode ser o “conjunto de informações” citado por eles. O estudo apresentado mostra que a correlação entre lucros e os preços das

ações não é perfeita. Assim como mostra a teoria descrita por Hendriksen e Van Breda (1999).

As principais limitações encontradas para a realização do estudo foram a janela de evento de nove meses e a quantidade de ações avaliadas. Como o trabalho abrangeu apenas um período de nove meses do ano, em um período de pandemia, não é possível dizer que são resultados que podem ser encontrados constantemente, além do fato de que não seria viável para a avaliação trabalhar com todas as mais de 400 ações disponíveis para estudo.

Como indicações para futuros estudos, é sugerido fazer a análise da bolsa como um todo, não somente das ações mais líquidas, mas envolver outros tipos de ativos, e expandir o período da janela de evento para no mínimo 1 ano ou fazer uma comparação com anos anteriores. Uma visão após a conclusão dos acontecimentos tem mais possibilidades de análise, seja teórica ou numérica.

6. Referências

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–177.
- Brodeur, A., Gray, D., Islam, A., & Bhuiyan, S. J. (2020). *A Literature Review of the Economics of ABSTRACT A Literature Review of the Economics of COVID-19*. 13411, 0–61.
- Deorce, R. B., Gutierrez, C. E. C., Reis, A. de O., & Castro, E. L. de. (2018). CAUSALIDADE ENTRE OS RETORNOS CONTÁBEIS E OS RETORNOS DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL*, 10(1), 1–20. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/Ambiente/article/view/3238/2499>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fong, M. W., Gao, H., Wong, J. Y., Xiao, J., Shiu, E. Y. C., Ryu, S., & Cowling, B. J. (2020). Nonpharmaceutical Measures for Pandemic Influenza in Nonhealthcare Settings—Social Distancing Measures. *Emerging Infectious Diseases*, 26(5), 976–984. <https://doi.org/10.3201/eid2605.190995>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hendriksen, E. S., & Van-Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. Editora Atlas.
- Iudicibus, S. de, & Lopes, A. B. (2012). *Teoria Avançada da Contabilidade* (1st ed.). Editora Atlas.
- Kabajeh, M. A. M., Nu'aimat, S. M. A. AL, & Dahmash, F. N. (2012). The Relationship between the ROA, ROE and ROI Ratios with Jordanian Insurance Public Companies Market Share Prices. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(11), 115–120.

https://www.researchgate.net/publication/332935996_The_Relationship_between_the_ROA_ROE_and_ROI_Ratios_with_Jordanian_Insurance_Public_Companies_Market_Share_Prices

- Neto, A. S., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). *O DIFERENCIAL NO IMPACTO DOS RESULTADOS CONTÁBEIS NAS AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS NO MERCADO BRASILEIRO* *. 46–58.
- Reis, T. (2018, June 1). O que é o mercado financeiro e como ele funciona? *Suno Artigos*, 1. <https://www.suno.com.br/artigos/mercado-financeiro/>
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a Estrutura de Propriedade e a Informatividade dos Lucros Contábeis no Mercado Brasileiro*. 180.
- Segura, L. C., & Pinto, M. J. T. (2021). Financial Analysis During the Pandemic and New Consumption: Oil and Gas Sector. In N. Teixeira; & I. Lisboa (Eds.), *Handbook of Research on Financial Management During Economic Downturn and Recovery* (1st ed.). IGI Global. <https://www.igi-global.com/submission/book-project-chapters/?projectid=dfc2d798-4973-4cf2-9a75-4f347d566795>
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. *ENANPAD 2002*.
- Toro Investimentos. (2020). *Empresas listadas na B3: conheça todas as melhores opções para investir*. Blog Da Toro Investimentos. <https://blog.toroinvestimentos.com.br/empresas-listadas-b3-bovespa>

Recebido: 28/06/2021

Aceito: 29/07/2021