

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JÉSSIKA VIEIRA GOMES

Goiânia,
2013

Universidade Federal de Goiás
 Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação
 Sistema de Bibliotecas - Biblioteca Central
 Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia
 Campus Samambaia – Caixa Postal 411 74001-970 Goiânia-GO
 Fone (62) 3521-1183. Fax (62) 3521-1396

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR AS MONOGRAFIAS ELETRÔNICAS NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DE MONOGRAFIAS DA UFG – RIUFG

1. Identificação do material bibliográfico monografia:

Graduação Especialização

2. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso

Autor (a):	Jéssika Vieira Gomes
E-mail:	Jessika1310@yahoo.com.br
Seu e-mail pode ser disponibilizado na página?	<input type="checkbox"/> Sim <input checked="" type="checkbox"/> Não
Título:	A ocorrência de retornos anormais na emissão de debêntures e na mudança de diretoria: Um estudo sob a perspectiva da divulgação de fatos relevantes
Palavras-chave:	Fatos relevantes, mudança de diretoria, emissão de debêntures e retorno anormal
Título em outra língua:	The occurrence of abnormal returns in the issuance of debentures and change management: A study from the perspective of disclosure of material facts
Palavras-chave em outra língua:	Relevant facts, change of management, issuance of debentures and abnormal return
Data defesa: (dd/mm/aaaa)	18/07/2013
Graduação/Curso Especialização:	Ciências Contábeis
Orientador (a):	Ma. Camila Machado Araújo

DECLARAÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO NÃO-EXCLUSIVA

O referido autor:

a) Declara que o documento em questão é seu trabalho original, e que detém prerrogativa de conceder os direitos contidos nesta licença. Declara também que a entrega do documento não infringe, tanto quanto lhe é possível saber, os direitos de qualquer outra pessoa ou entidade.

b) Se o documento em questão contém material do qual não detém os direitos de autor, declara que obteve autorização do detentor dos direitos de autor para conceder à Universidade Federal de Goiás os direitos requeridos por esta licença, e que esse material cujos direitos são de terceiros está claramente identificado e reconhecido no texto ou conteúdo do documento em questão.

TERMO DE AUTORIZAÇÃO

Na qualidade de titular dos direitos do autor do conteúdo supracitado, autorizo a Biblioteca Central da Universidade Federal de Goiás a disponibilizar a obra, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional de Monografias da UFG (RIUFG), sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data, sob as seguintes condições:

Permitir uso comercial de sua obra? () Sim (x) Não

Permitir modificações em sua obra?

() Sim

() Sim, contanto que outros compartilhem pela mesma licença .

(x) Não

A obra continua protegida por Direito Autoral e/ou por outras leis aplicáveis. Qualquer uso da obra que não o autorizado sob esta licença ou pela legislação autoral é proibido.

Local e data Goiânia, 18 de julho de 2013

Jéssika Vieira Gomes

Assinatura do Autor e/ou Detentor dos Direitos Autorais

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JÉSSIKA VIEIRA GOMES

A OCORRÊNCIA DE RETORNOS ANORMAIS NA EMISSÃO DE DEBÊNTURES E
NA MUDANÇA DE DIRETORIA: UM ESTUDO SOB A PERSPECTIVA DA
DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como exigência parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE da Universidade Federal de Goiás – UFG, sob orientação da Prof.^a Ma. Camila Araújo Machado.

Goiânia,
2013

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
GPT/BC/UFG**

G633o Gomes, Jéssika Vieira
A ocorrência de retornos anormais na emissão de debêntures e na mudança de diretoria [manuscrito] : um estudo sob a perspectiva da divulgação de fatos relevantes / Jéssika Vieira Gomes. - 2013.
67 f. : il., figs., tabs.

Orientadora: Prof^a. Ms. Camila Araújo Machado.
Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Goiás Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, 2013.

Bibliografia.

Inclui listas de abreviaturas, siglas, figuras, gráficos, tabelas e quadros.

1. Informação contábil – Fatos relevantes. 2. Informação contábil – Mudança de diretoria. 3. Debêntures – Emissão. 4. Retorno anormal. I. Título.

CDU: 657:336.763.3

Jéssika Vieira Gomes

Ocorrência de retornos anormais na emissão de debêntures e mudança de diretoria: Um estudo sob a perspectiva da divulgação de fatos relevantes

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:

Prof. Ma. Camila Araújo Machado - Orientador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Prof. Bela. Renielly Nascimento Iara - Avaliador(a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 18 de julho de 2013.

Aos meus pais, Arivelton Gomes Pinto e Paula Vieira da Silva Gomes, as pessoas mais importantes em minha vida, pelo amor, dedicação, carinho e principalmente por me ensinar o quanto a educação é importante. A minha irmã Gabriela Vieira Gomes por ser minha melhor amiga e companheira durante a trajetória de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado forças para que diariamente eu vencesse todos os obstáculos ao longo do caminho percorrido durante a graduação.

Aos meus pais pelos incentivos, tempo e companheirismo que deram durante toda a jornada deste curso, pois eles acreditaram em mim.

A minha irmã querida, Gabriela Vieira Gomes, por acreditar em mim e me apoiar durante todo o curso.

A minha falecida avó paterna, Aparecida Gomes Pinto, por ter me ajudado, apoiado, me buscado na faculdade à noite quando eu precisava, despendendo de seu tempo com a minha pessoa.

Aos meus padrinhos, Vera Lúcia Pereira Gomes Pinto e Divino Gomes Pinto, por ter me ajudado no início da graduação financeiramente, custeando a aquisição de alguns livros, apoiando-me.

Aos demais familiares que me apoiaram e incentivaram a seguir em frente com a graduação.

Aos meus colegas Ana Carolina de Melo, Paulo Alexandre Oliveira de Faria, Marília Cristina da Silva, Nabila Cordeiro Paiva, Samantha Coelho de Souza, pela amizade, carinho, paciência, companheirismo e pela memorável convivência e experiências, ao longo dessa trajetória.

Ao meu namorado Daniel Dias Duarte por acreditar e incentivar-me, durante a realização da monografia.

A todos os colegas de classe com quem convivi durante todo o curso, pelas experiências vividas durante a graduação.

Ao professor Dr. Moisés Ferreira da Cunha pela dedicação dada ao curso de Ciências Contábeis.

A todos os professores, por proporcionar os ensinamentos e conhecimentos necessários, requeridos a cada disciplina ministrada.

A professora Camila Araújo Machado, pela dedicação, tempo, paciência, apoio prestativo e conhecimentos compartilhados, durante a elaboração da monografia.

A todos os meus sinceros agradecimentos e muito obrigado!

“Feliz o homem que acha sabedoria e o
homem que adquire conhecimento.”

(Provébios 3:13)

RESUMO

Considerando a importância da informação contábil, bem como sua divulgação, a pesquisa buscou analisar se após as divulgações dos fatos relevantes sobre mudança de diretoria e emissão de debêntures pelas empresas, há existência de retorno anormal da ação; constatando-se a relevância dessas duas informações para o mercado de capitais, sendo a primeira de cunho administrativo e a segunda de cunho contábil. Foi analisada a divulgação dos fatos relevantes durante os períodos de janeiro de 2010 a dezembro de 2012. A partir do teste t estatístico realizado, verificou-se empiricamente a existência de retornos anormais quando da divulgação destes fatos relevantes. Uma vez que rejeitou-se a hipótese de que os retornos anormais são iguais à zero. Dessa forma, pode-se dizer que a emissão de debêntures e mudança da diretoria, ocasionam retornos anormais, sendo possível inferir-se que a mudança de diretoria e a emissão de debêntures possuem conteúdo informacional e que fatos administrativos e contábeis podem ser informações relevantes para o mercado de capitais brasileiro.

Palavras Chaves: fatos relevantes, mudança de diretoria, emissão de debêntures e retorno anormal

ABSTRACT

Considering the importance of accounting information and its dissemination, the research sought to analyze after the disclosure of relevant facts about change management and issue of debentures by companies, there existence of abnormal return of action, which can realize the importance of these two information to the capital market, the first and second administration of stamp imprint accounting. Was analyzed the disclosure of material facts during the period from January 2010 to December 2012. From the t-test statistical analysis performed, it was found empirically that there is abnormal returns when the dissemination of these facts. Once rejected if the hypothesis that abnormal returns are equal to zero. Thus, it can be inferred that the issuance of debentures and change the board, cause abnormal returns, it is possible to say that the change of management and the issuance of debentures informational content and facts administrative and accounting information may be relevant to the market Brazilian capital.

Key Words: *relevant facts, change of management, issuance of debentures and abnormal return*

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
ITR	Informações Trimestrais
ON	Ordinárias
RA	Retorno Anormal
RE	Retorno Esperado
RAC	Retorno Anormal Acumulado

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Etapas do estudo de evento	36
Figura 2: Operacionalização da pesquisa.....	38
Figura 3: Distribuição dos retornos pela forma de capitalização discreta	39
Figura 4: Distribuição dos retornos pela forma logarítmica	39

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Retornos na janela do evento empresa Suzano Papel e Celulose S.A.	45
Gráfico 2: RA na janela de evento, dos RAC positivos em mudança de diretoria.....	46
Gráfico 3: Retornos na janela do evento da empresa Contax Participações S.A.	47
Gráfico 4: Retornos na janela do evento da empresa MRV ENGENHARIA S.A.	52
Gráfico 5: Retornos na janela do evento da empresa CCR S.A.	52
Gráfico 6: Retornos na janela do evento da empresa B2W-COMPANHIA DIGITAL	53

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: RAC no primeiro dia após a divulgação do fato	45
Tabela 2: Estatística t mudança	48
Tabela 3: RAC no primeiro dia após a divulgação do fato	49
Tabela 4: Dia da ocorrência do maior RA,.....	50
Tabela 5: Estatística t emissão de debêntures	51
Tabela 6: Estatística t anula para mudança	54
Tabela 7: Janela do evento das empresas que divulgaram tanto mudança de diretoria quanto emissão de debêntures.....	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Eficiência de Mercado X Informação Contábil	28
Quadro 2: Etapas do Estudo de Evento	36
Quadro 3: Empresas que divulgaram tanto fato sobre mudança de diretoria como emissão de debênture	55

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1 Contextualização	16
1.2 Problema de pesquisa	18
1.3 Objetivos da Pesquisa.....	18
1.3.1 Objetivo Geral.....	18
1.3.2 Objetivos Específicos	18
1.5 Limitações da pesquisa.....	21
1.6 Estrutura da pesquisa.....	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1 A Contabilidade como instrumento de Informação e o Mercado de Capitais.....	23
2.2 A assimetria da informação e a eficiência de mercado	26
2.3 Regulação de Mercado de Capitais	29
2.4 Fatos Relevantes	30
3 PROCEDER METODOLÓGICO.....	34
3.1 Hipótese da pesquisa	34
3.2 Amostra da Pesquisa	34
3.3 Estudo de eventos.....	35
3.3.1 Janela do Evento	36
3.3.2 Janela de Estimação	36
3.3.3 Janela pós evento.....	37
3.4 Operacionalização da pesquisa	37
3.4.1 Cálculo do retorno da ação e de mercado	38
3.4.2 Retorno de mercado	40
3.4.3 Retorno esperado da ação	41
3.4.4 Retorno anormal e retorno anormal acumulado.....	41

3.4.5 Retorno anormal acumulado	42
3.4.6 Teste de Hipótese	43
4 ANÁLISE DOS DADOS	44
4.1 Análise do modelo de regressão	44
4.2 Estatística teste paramétrica.....	44
4.3 Teste para cada evento	44
4.3.1 Mudança de Diretoria	44
4.3.2 Emissão de debênture.....	48
4.4 Teste para cada Ano	53
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57
REFERÊNCIAS.....	59
APÊNDICES	62

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

As finanças corporativas e as estratégias corporativas são questões que se encontram em foco no cenário econômico atual, as quais não se tratam mais apenas de questões específicas dos profissionais financeiros, mas também são ferramentas utilizadas por administradores, contabilistas, diretores executivos e outros profissionais. Esses fatores foram propiciados pelo processo de globalização que tornou as empresas mais competitivas, fazendo com que estas buscassem modos alternativos para agregar valor para seus acionistas com o objetivo de valorizar a empresa e maximizar a riqueza desses. Por meio da verificação dos fatos já ocorridos um investidor consegue prever eventos futuros, baseados nas premissas passadas, obtidas através das informações disponíveis. Uma das vertentes desse comportamento é aquela em que o investidor procura saber e analisar a evolução patrimonial da empresa que ele está investindo.

A informação contábil é o ingrediente principal de uma “receita de bolo”, em que através dela podemos obter dados que serão utilizados na tomada de decisões, na análise de demonstrações, nas avaliações de empresas, dentre outros inúmeros fatores e determinações que necessitam da informação contábil para subsidiá-la. Um investidor ao tomar uma decisão com relação a um investimento, demanda de diversos tipos de informação para tomar a melhor decisão possível com vistas a otimizar seu portfólio. Segundo Lopes e Martins (2007 p. 76) “para que os investimentos possam ocorrer, os investidores demandam de informação que permitam a avaliação das peculiaridades dos ativos sendo adquiridos [...]”.

Dentre a diversidade de meios de informação, uma delas envolve os fatos relevantes. De acordo com Espíndola e Costa (2008, p.1) os atos ou fatos relevantes são elementos importantes do processo de evidenciação e comunicação de informações numéricas e narrativas de uma companhia para seus investidores. Como se pode perceber não somente os relatórios contábeis são importantes fontes de informação para os investidores, há também informações narrativas sobre a empresa que podem ser utilizadas para tal fim.

As decisões com base nas demonstrações financeiras são elaboradas a partir da informação contábil disponível e o lucro é tido para muitos como o objetivo principal de um acionista. E essas decisões são passíveis de elaboração devido à disponibilidade da

informação, pois a ciência contábil tem como objetivo suprir seus usuários com informações. De acordo com Lopes e Martins (2007 p. 77) [...] “a relação entre a informação contábil e o preço dos títulos negociados em bolsas de valores é central, pois os preços de mercado refletem as expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro da empresa e da economia”.

Um dos objetivos de identificar expectativas dos agentes é verificar como o mercado de capitais reage à disponibilidade de um fato relevante pelas empresas, e como ele afeta a precificação da ação destas, ou seja, se o nível de divulgação de uma informação pode influenciar as expectativas dos investidores quanto ao lucro. Sá (2006 p. 93) diz que:

Um investidor procura informação sobre segurança e frutos que sua riqueza particular pode render, quando aplicada em outra empresa; depende, para ter consciência sobre seu investimento, de dados contábeis que informem competentemente sobre as perspectivas de lucros e garantias de seu capital.

A CVM de acordo com a instrução normativa n.º 358 definiu fato relevante como qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Como pode ser observada na instrução da CVM, ela própria infere a capacidade que uma informação contábil tem em relação ao seu poder de influenciar em determinadas situações. Uma matéria divulgada no jornal Estadão de São Paulo em 2010 relata: “*Sem ter extraído uma gota sequer de petróleo, a OGX - braço de óleo e gás do grupo empresarial de Eike Batista - fechou o mês de janeiro como a 9ª maior petroleira em valor de mercado das Américas*”; a resposta vem logo em seguida “*O bom desempenho da OGX na Bovespa é creditado a uma fórmula que mistura a contratação de uma equipe reconhecida no mercado de petróleo com uma boa estratégia de marketing, que inclui o anúncio sucessivo de seus feitos através de fatos relevantes*”.

De acordo com Antunes e Pracianoy (2002, p.5), as informações relevantes são aquelas que afetam o fluxo de caixa futuro da firma e as expectativas futuras dos investidores,

interferindo no processo de precificação dos títulos. Contudo, a reportagem deixa claro que um dos motivos para a valorização da OGX se deu através do grande volume de fatos relevantes divulgados pela empresa, o que remete a importância de sua divulgação. E como ressaltado por Salles (1991 *apud* BARBOSA e CAMARGOS, 2003) os preços dos títulos são influenciados por vários tipos de informação (preços passados, lucros futuros, volatilidade, índices econômicos financeiros da análise fundamentalista, variáveis econômicas, fatores políticos, etc.).

1.2 Problema de pesquisa

Segundo Assaf Neto (2007, p.216) “toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises”.

Neste contexto, a pretensão desta pesquisa é dirimir o seguinte problema: “*Existe a ocorrência de retornos anormais referentes à divulgação de emissão de debêntures e mudança da diretoria, tornando os fatos administrativos e contábeis relevantes?*”.

1.3 Objetivos da Pesquisa

1.3.1 Objetivo Geral

Identificar nas empresas de capital aberto se existe indício de retornos anormais, quando da divulgação dos fatos relevantes sobre mudanças na diretoria e emissão de debêntures.

1.3.2 Objetivos Específicos

Identificar a eficiência de mercado no ambiente econômico do país.

Identificar os fatos relevantes de cunho administrativo e de efeito contábil que podem causar expectativas de ganhos futuros.

Verificar a relevância do fato de natureza administrativa e contábil no mercado de Capitais.

1.4 Justificativa

A divulgação dos fatos relevantes visa redução da assimetria informacional e o bom funcionamento de mercados financeiros. De acordo com (LOPES; MARTINS, 2007 p.31):

Agentes econômicos sofisticados, normalmente ligados a investidores institucionais, possuem informação mais completas e precisas do que investidores individuais que não possuem os recursos para investir naquela informação. Dentro desse corpo teórico verifica-se que a redução da assimetria informacional nos mercados financeiros é fundamental para o bom funcionamento desses.

É de suma importância, a divulgação de um fato relevante para os usuários externos, já que é um mecanismo para minimizar a assimetria informacional entre os agentes: é fato que um membro de um conselho de administração de uma Sociedade Anônima, tem mais conhecimentos sobre as informações da empresa do que um investidor externo; conseqüentemente torna-se necessário a divulgação de informações a fim de evitar que os usuários internos tenham maiores privilégios do que os externos, ou seja, tanto os usuários internos quanto os externos compartilhem o mesmo nível de informação. Conforme exposto, a necessidade da informação contábil é razão motivadora para realização de pesquisas.

Segundo Sá (2006 p. 95) o que ocorre em uma empresa não interessa só a empresa, mas também a muitas pessoas. Os fenômenos que ocorrem dentro de uma entidade principalmente sendo ela uma Sociedade de Capital aberto, não estão relacionados somente aos agentes internos, mas também aos agentes externos. Contudo, o estudo dos fatos relevantes se configura como um tema importante.

Não são somente as informações de evidenciação numérica e quantitativa que podem influenciar um investidor na sua tomada de decisão, mas também as informações narrativas sobre a entidade, as notícias divulgadas em jornais, revistas, bem como as regulamentações do governo, como ocorreu recentemente no caso das Companhias de Energia Elétrica, que devido a uma regulamentação do Governo, tiveram um impacto em seu valor de mercado, como mencionava a reportagem: *“O valor de mercado de 34 empresas de capital aberto brasileiras do setor de energia elétrica teve queda de 18,03% (R\$ 37,23 bilhões) do dia 6 de setembro de 2012, quando o governo anunciou a redução das tarifas de energia em 2013, até o dia 10 de janeiro”* (G1, São Paulo, 11/01/2013). Como observado, a divulgação de tal

informação também influenciou os investidores no seu processo decisório, fazendo com que muitos retirassem seus investimentos do setor de energia. Ou seja, a divulgação de uma informação, pode influenciar tanto positivamente quanto negativamente as ações de uma empresa e esta pesquisa se justifica por servir como fonte para a análise da ocorrência de retornos anormais, a partir da divulgação dos fatos relevantes sobre mudança de diretoria e emissão de debêntures.

O estudo feito por Silva e Felipe (2010, p.61) traz que:

As decisões da administração das companhias abertas, capazes de interferir nas escolhas de acionistas, investidores, credores e demais interessados em seu desempenho, são consideradas fatos relevantes e devem ser divulgada à medida que ocorrem, não se sujeitando a uma periodicidade específica.(...), é possível questionar se a linguagem utilizada nestas divulgações é capaz de interferir no valor das ações em negociação.

Um investidor quer segurança nos seus investimentos e as divulgações dos fatos relevantes ocasionam isso, a partir do momento que torna a empresa mais transparente em relação às suas operações internas, tanto administrativas como de cunho contábil, o que representa mais um motivo para realização da pesquisa, pelo fato de possibilitar uma compreensão da existência do retorno anormal a partir da divulgação de informações.

É interessante verificar como a emissão de debêntures, que são definidas como valores mobiliários emitidos pela empresa com o objetivo de captar recursos para se financiarem, por serem caracterizadas mais precisamente como um endividamento de longo prazo, podem desencadear uma reação de mercado, ou seja, a influência desse endividamento sobre os retornos das ações. Santos, Lustosa e Ferreto (2006, p.2) relatam que em relação ao endividamento de longo prazo e o retorno das ações, o assunto tem sido tratado como um dos componentes da estrutura de capital, em consonância com a decisão de financiamento sobre os retornos das ações, ressaltando a necessidade da realização deste estudo.

É importante salientar que a instrução 358 da CVM, não faz só menção à divulgação de fatos relevantes de cunho contábeis, como também às operações internas de cunho administrativo, tais como: mudança no controle da companhia, ingresso ou saída de sócio, assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, sendo estes fatores que podem influenciar as expectativas dos investidores e acionistas.

De acordo com Terra e Lima (2006, p.35) [...] “os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativas da empresa”. Ou seja, essas práticas resultam em decisões que visam atingir objetivos de uma corporação (acionistas, administradores, diretores e outros) e não somente o interesse de poucos, de tal forma que essa gestão seja refletida no mercado. De acordo com Ibidem (2006, p.36) [...] governança corporativa pode ser percebida como uma resposta às assimetrias informacionais e contratuais. A governança corporativa está relacionada aos métodos utilizados para controlar uma companhia de forma a atingir os interesses de todos, ou seja, interligando acionistas, credores, administradores, etc. A possibilidade de verificação da influência de um fato administrativo no valor da ação, configura-se nesse contexto, como mais um motivo para a realização de tal pesquisa.

A realização desta pesquisa contribui para que os agentes econômicos aproveitem mais as possibilidades de ganho a partir de informações relevantes.

1.5 Limitações da pesquisa

Um dos fatores que podem limitar a pesquisa é a característica do mercado acionário brasileiro, considerado concentrado, segundo Machado e Medeiros (2010, p.1) ativos menos líquidos demandam uma taxa de retorno maior que ativos mais líquidos, ainda segundo os autores, efeito liquidez pode ser relacionado aos fatores de risco nos modelos de precificação de ativos, o que ressalta uma análise quanto à escolha do modelo de precificação. São condições que fazem com que não possamos generalizar as conclusões para todos os eventos, somente os que se apresentaram significativos.

Outro aspecto a ser considerado é a definição do tamanho da janela do evento, pois não se pode prever com veemência o dia em que a ação absorverá a informação. Mesmo que na pesquisa tenha retirado os fatos que se sobrepunha à janela do evento, não se pode afirmar a remoção dos efeitos gerais sobre os preços.

1.6 Estrutura da pesquisa

O trabalho está estruturado em quatro seções, da seguinte forma: esta seção correspondente à introdução, a seção 2 que trata da literatura relacionada ao tema, a seção 3 apresenta o proceder metodológico da pesquisa e por último a seção 4, que discute os resultados obtidos, as considerações e sugestões de pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Contabilidade como instrumento de Informação e o Mercado de Capitais

A Contabilidade é uma importante ferramenta que tende a suprir com informações os usuários internos e externos, pois esta tem como objetivo servi-los; cujas utilizações são para fins de decisões, que supre as necessidades dos usuários externos com informações para utilidades várias, tendo como fim a tomada de decisões. Segundo Sá (2009, p 123) a preocupação básica e essencial da Contabilidade, mesmo do homem primitivo, foi sua riqueza, seu patrimônio, ou seja, a memória do mesmo, suas modificações e como consequências seu controle e governo. O mesmo autor cita que a melhor forma de informar sobre a riqueza era a maior preocupação do homem ao longo dos anos. Com pode ser observado a Contabilidade surgiu da necessidade do ser humano de gerenciar seu patrimônio.

A Ciência Contábil é fruto da ação do homem, ou seja, não basta ter as informações, é também necessário que se saiba utilizá-la. O usuário deve observar as transações e codificá-las, e então comunicar a informação que ele obteve, gerada por essa observação. Há uma relação entre a Contabilidade e o meio, ou seja, o investidor se relaciona com as práticas contábeis, de forma a obter informações para fazer provisões; ela supre a prática com subsídios de forma a agregar valor ao que já se tem, o conhecimento e o patrimônio. É importante observar se determinada informação pode ser útil no processo de tomada de decisão.

Segundo Salmonson (1997, *apud* RIBEIRO FILHO, LOPES, PEDERNEIRA, 2009) a Contabilidade é um processo sistemático de mensuração e evidenciação a vários usuários, de informações financeiras relevantes para os tomadores de decisões a r

espeito das atividades econômicas de uma organização ou entidade. Daí a importância desta, uma vez que vai auxiliar tanto administradores, contadores, investidores, diretores executivos a tomarem decisões, de forma a agregar valor à entidade.

É grande a responsabilidade que a Contabilidade tem em codificar os fatos e fenômenos econômicos que ocorrem dentro da entidade. Segundo Iudícibus *et al* (2005, p.8) devido à relação que a Contabilidade tem com os fatos econômico-financeiros, cabe a ela capturar e processar esses fatos, valendo-se de uma metodologia adequada, e mantendo-se fiel

à sua essência. Como pode ser observada, ela tende a reter determinado fato e predizer o que este significa, como ocorre quando uma ação muda seu valor.

Conforme Iudícibus *et al* (2000, p.69) “para uma organização é muito importante saber como uma informação pode impactar a sua situação patrimonial[...]”.

Uma das formas de apurar os retornos obtidos é por meio de investimentos em mercado de capitais, no qual a informação gerada pela contabilidade é de grande importância. Porém o Brasil é um país incipiente em relação ao mercado de capitais, devido ao baixo número de investidores e empresas com negociações na bolsa. Também tem se que levar em consideração o fato de ser um país emergente. Segundo Linch, (*apud* LIMA, LIMA F. E PIMENTEL, p. 12, 2011) há evidências que sugerem uma correlação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, no sentido de que o primeiro pode impulsionar o segundo, o que pode explicar a existência inexpressiva de empresas com negociações na bolsa de valores.

De acordo Lopes e Martins (2007, p.9) a contabilidade sofre uma perda de relevância em mercados emergentes, devido a seus aspectos de ineficiência, que pode ser contrabalanceado pelo uso de outras fontes de informação nesses mercados.

E também devido às condições macroeconômicas e a estrutura financeira brasileira, que faz com que o mercado de ações seja um investimento com grau de risco elevado. Pode-se ver a deficiência do mercado brasileiro na citação de Cunha; Costa (2011) que diz que o mercado de capitais é muito concentrado, onde os agentes financiadores afetam o processo de precificação dos investidores. Lopes e Martins (2007) também salientam que há um nível de concentração acionária presente no Brasil, assim como em outros países emergentes.

Apesar dessa limitação o mercado de capitais brasileiro se encontra em ascensão e atua como fonte de recursos para as empresas. Segundo Forti, Peixoto e Santiago (2009):

O mercado de capitais brasileiro tem se expandido de forma vigorosa. As diversas mudanças ocorridas no quadro macroeconômico e regulatório, no início da década de 1990, como estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa etc., tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais.

Desse modo, é essencialmente necessário que os investidores obtenham informações com o intuito de proteger seu investimento na empresa. Niyama e Silva (p.6, 2011) dizem que:

Em certas situações, os investidores de uma empresa irão requerer informação adicional da mesma, além daquela que, tradicionalmente, é divulgada para o público. Essas exigências, pois, tornam-se mais imperativas quanto maior for a necessidade de recursos da empresa. Quando o nível de detalhamento não é considerado suficiente para o financiador, ele tende a considerar o investimento como sendo de maior risco, exigindo, então, uma maior contrapartida em termos do custo do dinheiro. Em outros termos, quanto menos transparentes forem as informações contábeis da empresa, maior o custo de captação de recursos.

Conforme dito pelos autores, quão maior for o volume de recursos necessários por parte de uma empresa, maior será a exigência por parte dos investidores quanto à divulgação de informações da empresa investida, visando redução dos riscos que incorrerão e melhor alocação dos recursos, resultando num bom funcionamento do mercado.

De acordo com Lopes e Martins (p. 76, 2007) é necessário que a Contabilidade guarde uma estreita ligação com a realidade econômica. Os autores ressaltam que se a informação contábil não estiver intimamente relacionada com a realidade econômica subjacente ela perderá utilidade para os agentes. *Ibidem* (p.59, 2007) ressaltam que em mercados desenvolvidos os acionistas demandam informações detalhadas para acompanhar o desempenho das empresas negociadas.

Nesse contexto, a Contabilidade torna-se objeto de interesse dos investidores, a partir do momento que esta passa a auxiliar os investidores no processo de tomada de decisões sobre seus investimentos e devido à evolução dos mercados, tanto de Crédito como de Capitais; o que proporcionou um vasto crescimento de estudos na área de Finanças, possibilitado pela evolução das pesquisas contábeis, nas áreas financeira, societária, *valuation* entre outras.

Daí o papel importante que a Contabilidade tem, a partir do momento que esta pode auxiliar o mercado de capitais, levando em consideração que as informações contábeis podem influenciar o mercado acionário. Segundo informação de Niyama e Tibúrcio Silva (2011 p. 07) pesquisas realizadas com o intuito de mostrar a reação do mercado acionário quanto à divulgação da informação contábil, tem o pressuposto de dizer se o mercado reage à publicação das demonstrações contábeis, as mesmas são importantes para o processo decisório. Os autores também ressaltam que:

Um típico estudo, que já foi realizado no Brasil e em outros países, é verificar se o mercado de ações apresenta uma mudança nos preços das ações das empresas logo após a divulgação de seus resultados. É feita uma comparação entre o comportamento dos preços antes e depois da data da divulgação.

Como se pode observar as demonstrações contábeis tem papel importante em relação à tomada de decisão, uma vez que esta pode vir a influenciar o comportamento dos preços das ações. E segundo Forti, Santiago e Peixoto (2009) “promover a disciplina de divulgação de informações para os participantes do mercado é importante para fornecer condições para os investidores analisarem as empresas e tomarem decisões com mais certeza e confiança”. As pesquisas realizadas por Ball e Brow (1968) e Beaver (1968) foram descritas como um marco no desenvolvimento teórico no campo da moderna teoria financeira e positivista e foram precursores das pesquisas relacionando a informação contábil e o mercado de capitais.

Um estudo realizado por Silva e Fávero (2007), tem como intuito identificar se as informações contábeis divulgadas possuem relevância no preço das ações no mercado brasileiro. De acordo com os resultados das análises feitas pelos autores, no caso das ações ordinárias, o que tem impacto na variação de seus preços são os aspectos relacionados ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos; já as preferenciais o resultado e o total da dívida bruta (ou sua relação).

Terra e Lima (2006) realizaram trabalho com o objetivo de investigar se o mercado de capitais brasileiro reage de maneira diferente à divulgação das demonstrações financeiras trimestrais e anuais (ITR e DFP) na precificação das ações de empresas que apresentem sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa e que tenham suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Os autores constataram através do estudo de eventos, que as empresas que tem uma aderência às boas práticas de governança corporativa não tem o mesmo nível de influência no mercado do que as demais, ou seja, as empresas com bons sinalizadores tenderiam a ter retornos anormais quantitativamente diferentes às que não possuíam.

As diferentes reações têm como uma das causas o fato de agentes internos à empresa possuírem mais informações do que os agentes externos - usuários externos. É um fato que ocorre e subsiste em todo mercado, a assimetria informacional.

2.2 A assimetria da informação e a eficiência de mercado

Segundo Lopes e Martins (2007 p.44) [...] “os administradores de uma grande sociedade anônima possuem muito mais informação do que os acionistas”. Eles ainda ressaltam que investidores e administradores possuem informações assimétricas. Conforme exposto pelos autores, pode-se perceber que as pessoas que estão dentro da entidade e conhecem profundamente sobre todos os fatos e operações dela, possuem informação privilegiada em relação aos acionistas, que geralmente não possuem a mesma informação que estes, ou seja, estes fazem uso de informações privilegiadas, podendo vir a surgir caso de *insider information*, obtenção de uma informação privilegiada sem conhecimento das demais pessoas.

Jensen e Meckling *apud* Terra e Lima (2006, p.36) definem uma relação de agência como sendo um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) engajam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões pelo agente. Corroborando com a definição dos autores, pode se perceber que em uma Sociedade Anônima é grande o número de acionistas e reduzido o número de administradores, ou seja, a administração está centrada nas mãos de poucos, cuja informação é obtida mais rápida do que um acionista minoritário, gerando um conflito de agência.

Segundo (LOPES, MARTINS, 2007, p. 30) “o mundo real opera com grandes diferenças informacionais entre os agentes”. Contudo, como salientado, a assimetria informacional faz com que surjam os conflitos de agência e de acordo com Terra e Lima (2006) “além do problema de agência entre gestores e acionistas, a presença de assimetrias informacionais, também, estimula a expropriação de riquezas do acionista”.

Os membros dos conselhos de administração da empresa terão uma informação mais precisa e completa do que aqueles que estão de fora. Além do mais, o custo de aquisição de uma informação pelo investidor é grande. Conseqüentemente o nível de informação que um administrador possui é maior do que o de um investidor.

Para que haja uma redução da assimetria informacional é necessário que não exista o privilégio de informação de uns por parte de outro, ou seja, a informação deve estar disponível de forma igualitária, é o que ressalta Lopes e Martins (2007, p.32) “[...] a redução da assimetria informacional nos mercados financeiros é fundamental para o bom funcionamento desses”. Ou seja, para eficiência de mercado não deve haver assimetria informacional.

A assimetria informacional contradiz a Teoria de Finanças, mas especificamente, a eficiência de mercado, pois de acordo com esta, todos os agentes possuem o mesmo nível de informação. Porém a realidade é distinta, pois no contexto atual se pode perceber que há assimetria informacional no mercado de capitais. Muitas pesquisas derivadas das teorias de finanças objetivam através de técnicas econométricas e estatísticas elaborar modelos baseados em hipóteses derivadas destas.

Segundo Van Horne (1995, p.51) citado por Bruni, Fama (1998):

“um mercado financeiro eficiente existe quando os preços dos ativos refletem o consenso geral sobre todas as informações disponíveis sobre a economia, os mercados financeiros e sobre a empresa específica envolvida, ajustando rapidamente essas informações nos preços.”

Com base no disposto acima, o quadro a seguir ilustra a relação entre a eficiência de mercado e a informação contábil, em relação ao comportamento dos preços.

Quadro 1-Eficiência de Mercado X Informação Contábil

Informação contábil \ Eficiência do mercado	Mercado Eficiente	Mercado não Eficiente
Relevante	A resposta é rápida e imediata. O mercado é capaz de avaliar notas explicativas e outras evidenciações complexas (derivativos, pensões, etc.).	A resposta não é rápida. Os mercados não avaliam a informação e não são capazes de interpretar evidenciações mais complexas.
Irrelevante	Sem reação	Inconsistente

Fonte: Lopes e Martins (2007,p.7)

Em um mercado eficiente, os preços dos títulos, seriam refletidos pela absorção de todas as informações disponíveis, inclusive as privilegiadas, como ressalta Mussa *et al* (2008):

A base da hipótese da Eficiência de Mercado (HME) está na afirmativa de que o preço de um ativo reflete as informações disponíveis sobre a instituição emissora impossibilitando aos investidores qualquer ganho anormal (retorno superiores ao retorno ajustado ao risco de determinado ativos).

De acordo com Camargos e Barbosa (2003, p.42) a eficiência informacional está relacionada com a velocidade com que a informação é absorvida ao preço da ação. A HME propõe três formas: a fraca, a semiforte e a forte. Na primeira forma os preços passados não refletem os preços futuros, ou seja, não podem ser baseados em premissas de informações passadas. Os preços dos títulos são resultantes da absorção de seus próprios preços históricos.

Na sua eficiência semi-forte os preços dos títulos refletem todas as informações públicas disponíveis, tanto as correntes como as passadas, Hendriksen e Breda (2009) relatam que o mercado é eficiente na sua forma semi-forte se os preços dos títulos se comportarem como se todos estivessem a par de informações públicas disponíveis. Já na sua eficiência forte, os preços dos títulos refletem tanto as informações públicas como aquelas que ainda não se tem conhecimento (privilegiada) e ainda de acordo com os autores, toda a informação relevante *disponível* está refletida nos preços dos títulos.

Se não há um mercado eficiente, conseqüentemente tem-se que, os investidores teriam um retorno anormal em relação à possibilidade de obtenção de informações. Fama (1991) *apud* Mussa *et al* relata que “ a eficiência mais clara da eficiência de mercado vem dos estudos de eventos, especialmente estudo de eventos de retornos diários”. Pois através dos estudos de eventos será possível verificar se determinado ativo teve um retorno anormal, assumindo a hipótese na forma semi-forte.

2.3 Regulação de Mercado de Capitais

Segundo Sá (2006 p.95) quando os elementos contábeis falham e por consequência também a informação, há a falha na segurança, com vultosos prejuízos para o mercado, como muitos têm sido detectados, originando escândalos no mundo financeiro e social. Um dos efeitos da falta de se ter uma regulamentação da divulgação das informações, o que traz a importância de que esta ação seja feita, a fim de que sejam evitados determinados acontecimentos, como a manipulação contábil.

A regulação do mercado se faz necessária para evitar escândalos, manobras e fraudes, bem como reduzir os riscos para os mercados de investimentos. Nesta linha o autor Sá (2006 p. 96) diz que:

Para atender às expectativas dos investidores, aumentando-lhes a segurança, existem hoje tarefas realizadas por comissões de normalizações contábeis, dedicadas a melhorar a qualidade da informação.

Na atualidade, as entidades nacionais e internacionais que se dedicam a estabelecer normas para registrar e demonstrar estão preocupadas, basicamente, como mercado de capitais, buscando, em suas tarefas, ao mesmo tempo, segurança informativa e padrões de uniformidade global (...).

A elaboração das normas deve ser feitas com maior atenção e qualidade, a fim de se obter informação de melhor qualidade e evitar que informações de má qualidade sejam produzidas, conseqüentemente reduzir o risco dos investimentos.

Para Mosquera (1999 p.271):

Existem alguns princípios que regem o denominado *direito do mercado financeiro e de capitais*, sendo que o Princípio da Proteção da Transparência de Informações prevê que todos aqueles que têm interesse em realizar investimentos no mercado de capitais devem dispor das mesmas informações, a fim de evitar que alguns sejam beneficiados em detrimento dos demais.

Como pode ser observado na citação do autor, ele faz referência aos casos de *Insider Information*, onde um agente tem maior privilégio informacional do que outros, se beneficiando destas informações em operações de investimentos. Mosquera ressalta que tal princípio objetiva dar igualdade de condições entre os participantes do mercado financeiro e de capitais.

A fim que se minimize a assimetria informacional, e conseqüentemente uma redução nos casos de *insider information*¹ e de *insider trading*², foram feitas normas para evitar essas ocorrências. Dentre uma delas está a instrução 358/2002 da CVM, que visa regulamentar a divulgação das informações no mercado de capitais.

2.4 Fatos Relevantes

Tendo em vista que a prática da Ciência Contábil é normatizada por vários órgãos como a CVM, o CFC entre outros, é importante ressaltar que “as informações úteis” são normatizadas pela CVM através da instrução 358 de Janeiro de 2002, que dispõe sobre a

¹ . *Insider Information* : informação privilegiada

² . *Insider Trading*: Operação realizada por um profissional da firma, através do acesso à informação privilegiada, com títulos e valores mobiliários de ações da companhia, em proveito próprio.

divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

Ela regulamenta por meio de regras, a divulgação de uma informação, para que todos os usuários possam ter conhecimento da informação de forma igualitária, a fim de coibir casos de *insider trading*, bem como falhas no sistema de mercado de capitais.

A instrução 358 define fato relevante como qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

1. na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
2. na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
3. na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Além dos atos e fatos citados anteriormente, a CVM enumera outros 22 exemplos, que se encontram exposto no apêndice A, que podem ser considerados como ato ou fato relevante.

A responsabilidade quanto ao dever de divulgação de um ato ou fato relevante relacionado aos negócios da companhia à CVM é do Diretor de Relações com os Investidores. Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores.

A divulgação de um ato ou fato relevante deverá simultaneamente ser veiculado por qualquer meio de comunicação, com uma linguagem clara e acessível a todos os investidores e possuir destaque na divulgação pelo site da CVM; pode a CVM solicitar divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante, bem como exigir esclarecimentos quanto à divulgação e comunicação do ato ou fato relevante, ao Diretor de Relações com os Investidores.

Um ato ou fato relevante pode deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia.

O artigo 157 da Lei 6.404/76 da Lei das Sociedades por Ações aborda sobre a divulgação das informações, e da obrigação do administrador em informar em assembleia geral ordinária, sobre o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível, quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia; que possam influenciar a decisão dos investidores.

Silva e Pereira (2008) chama a atenção para a oportunidade quanto à divulgação desses fatos, tendo em vista que os mesmos devem ser divulgados imediatamente ao acontecimento. E a respeito de tal oportunidade da informação Hendriksen e Van Breda (1999, p. 99) mencionam que a informação não pode ser relevante quando não é oportuna, ou seja, deve estar disponível a um indivíduo que deseja tomar uma decisão antes de perder sua capacidade de influenciar a decisão. Oportunidade não garante relevância, mas não é possível haver relevância sem oportunidade.

Em função dos alguns eventos serem relevantes, as informações decorrentes desses eventos são classificadas na CVM como fatos relevantes.

Nesse sentido a pesquisa tratará acerca de dois eventos que geram informações classificadas como fatos relevantes: a decorrente de fatos político-administrativos – a mudança de diretoria, e outra derivada de fato de caráter econômico-financeiro – a emissão de debêntures.

Um dos eventos é verificar se a mudança de diretoria pode influir nos retornos das ações. Levando em consideração o fato de que cada conselho de administração tem uma estratégia em relação ao mercado, como a comunicação dela com o meio, não deve se limitar somente a aspectos econômicos financeiros, mas também institucionais, porque certas informações de caráter administrativo tem o poder de promover uma geração de valor para a

empresa. Ao se fazer uma mudança no quadro administrativo de uma companhia para outro totalmente diferente, deve se levar em consideração as características que cada uma tem, pois cada uma possui um meio diferente de agregar valor à empresa, por meio de práticas de governança diferentes. Segundo Lima, F. Lima e Pimentel (2011) [...] os administradores podem tomar decisões que não maximizam o valor da empresa no mercado de capitais. Ou seja, a agregação de valor de uma empresa pode depender de sua diretoria.

De acordo com Terra e Lima (2006, p.35) [...] “os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativas da empresa”. Ou seja, essas práticas resultam em decisões que visam atingir objetivos de uma corporação (acionistas, administradores, diretores e outros) e não somente o interesse de poucos de tal forma que essa gestão seja refletida no mercado. De acordo com Ibidem (2006, p.36) [...] governança corporativa pode ser percebida como uma resposta às assimetrias informacionais e contratuais. A governança corporativa está relacionada aos métodos utilizados para controlar uma companhia de forma a atingir os interesses de todos, ou seja, interligando acionistas, credores, administradores, etc.

A emissão de debêntures funciona como um financiamento de investimentos, pois há uma captação de recursos para aplicação em novos projetos. Para tanto, o presente trabalho tem em um dos seus objetivos verificar se a emissão de debêntures pode ocasionar um impacto sobre o valor da ação. Há controvérsias em relação à emissão e a existência de retorno anormal, em se tratando de um financiamento de longo prazo. Contudo é interessante verificar como uma decisão de endividamento pode refletir no retorno das ações. Um estudo realizado por Sanvincente (2001) procurou analisar a evolução do mercado primário de debêntures, em uma de suas conclusões, ele identificou que o mercado de ações reage à informação de registro de emissão como se recebesse sinais sobre as perspectivas futuras de lucro das empresas emissoras.

Os dois eventos escolhidos tratam-se de eventos o qual a pesquisa apresentará por meio de análise empírica se são realmente relevantes.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

Para responder o problema de pesquisa e atingir os objetivos desta, a pesquisa utilizará o método de estudo de eventos para verificar se a divulgação de uma informação gera retorno anormal e o teste de evento para identificar se é estatisticamente significativa.

Desta maneira são expostos a amostra de pesquisa, os procedimentos para adoção do estudo de evento e o teste t.

3.1 Hipótese da pesquisa

A pesquisa objetiva mostrar se a divulgação dos fatos relevantes impacta o preço das ações, e se há obtenção de retornos anormais após essa divulgação, indicando a relevância do fato relevante sobre emissão de debêntures e mudança de diretoria.

H₀: Não existe retorno anormal após a divulgação de fatos contábeis relevantes.

Não existe retorno anormal após a divulgação de fatos administrativos relevantes.

3.2 Amostra da Pesquisa

Os dados foram obtidos por meio do sítio da Bovespa, da CVM e da Economática[®]. A definição destes levou em consideração o número de empresas e fatos divulgados no período de 2010 a 2012. Assim, a amostra é composta do número de fatos relevantes divulgados a respeito da mudança de diretoria e da emissão de debêntures.

Os dados coletados para a realização da pesquisa gira em torno de duas variáveis: divulgações dos fatos relevantes por parte das empresas e as cotações diárias de cada uma delas. A maioria das ações obtidas foram as ordinárias (ON), sendo estas consideradas, além daquelas que apresentaram maior volume de negociação (acima de 100 ações negociadas).

Dentro do universo da pesquisa, obteve-se um total de número de fatos relevantes correspondentes a: 1281 no ano de 2010, 1236 no ano de 2011, e 1262 no ano de 2012, divulgados pelas empresas, todos eles organizados em planilhas. Posteriormente utilizou-se um filtro, ferramenta presente no *Microsoft Office 2007*. Selecionaram-se todos os fatos, que estavam dispostos em uma única coluna, em seguida inseriu-se o filtro, depois selecionou filtro de texto e em seguida contém, primeiramente filtrou-se os fatos que continham as

palavras “mudança de diretoria” e depois, filtrou-se somente aqueles fatos que continham a palavra “emissão de debêntures”, com o objetivo de verificar dentro do universo dos fatos relevantes, quais foram sobre emissão de debêntures e mudança de diretoria. O procedimento foi realizado para cada ano separadamente.

A amostra reduziu-se a 41 fatos relevantes, sendo: 8 sobre mudança de diretoria e 33 sobre emissão de debêntures.

3.3 Estudo de eventos

A pesquisa procura identificar de forma empírica, se a divulgação de informações classificadas como fatos relevantes geram retornos anormais após essa divulgação, no mercado de capitais brasileiro. Para Paxson e Wood (1998, *apud* SOARES, O., ROSTAGNO E SOARES C. 200) o estudo de eventos descreve um desenho de pesquisa empírica largamente utilizada nas áreas de Finanças e Contabilidade, em que se estuda os impactos de eventos econômicos ou financeiros específicos no comportamento dos mercados de títulos. Segundo Mackinlay (1997) o objetivo do estudo de evento é o efeito de um evento sobre o preço de uma determinada classe de valores mobiliários da empresa.

Para tanto, por se tratar da análise da divulgação de um fato relevante e seu impacto nos preços das ações, utiliza-se a técnica de estudo de eventos, por ser um método que consiste na verificação da influência que determinado “evento” pode causar nos retornos das ações das empresas. Corroborando, Soares, Rostagno e Soares (2002, p.1) definem a técnica de estudo de evento como:

O estudo de evento, é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, através da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado de títulos das empresas.

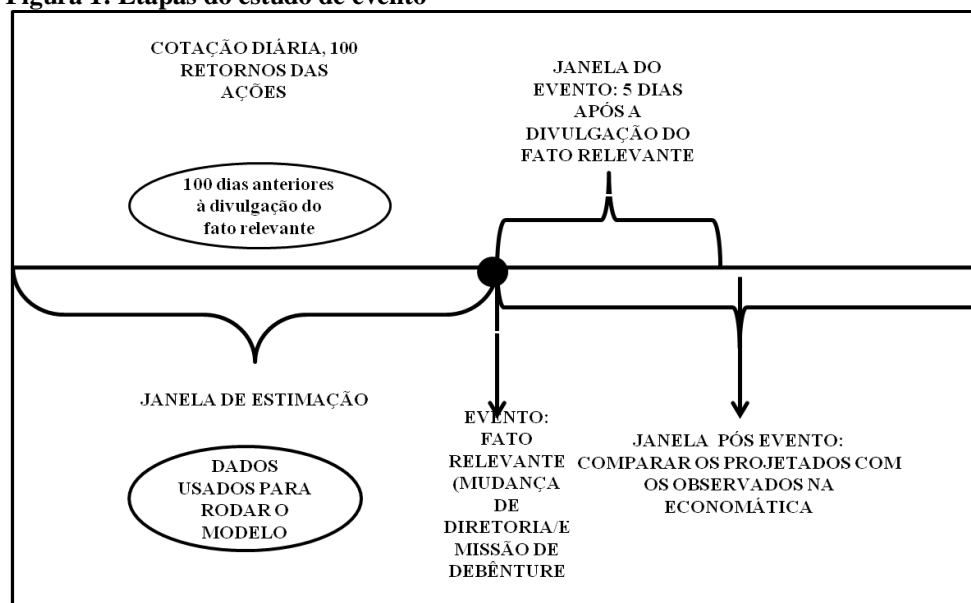
Segundo Mackinlay (1997) e Campbell, Lo e Mackinlay (1997) *apud* Soares, Rostagno e Soares os procedimentos básicos para a realização de um evento são:

Quadro 2-Etapas do Estudo de Evento

1.	Definição do evento
2.	Seleção da Amostra
3.	Medição do Retorno anormal
4.	Procedimentos de estimação
5.	Procedimentos de teste
6.	Resultados empíricos
7.	Interpretações e conclusões

Fonte: Adaptado de Soares, Rostagno, Soares (2002)

A figura 1 apresenta as etapas do estudo de evento que foi desenvolvida na pesquisa.

Figura 1: Etapas do estudo de evento

Fonte: elaboração própria

3.3.1 Janela do Evento

Esta janela corresponde o período no qual os preços das ações da empresa envolvida, foram analisados. Depois de identificar a data do evento, correspondente à “data zero” foi determinada a janela do evento, que nesta pesquisa compreende ao período de 5 dias após a divulgação do fato relevante.

3.3.2 Janela de Estimação

O procedimento para a estimação dos valores utilizados para cálculo dos parâmetros do modelo corresponde a 100 dias anteriores à data de divulgação do evento, que corresponde à janela de estimação do evento, como pode ser observado na figura 1. Segundo Camargos e Barbosa (2003) o período da janela de estimação deve ser extenso o bastante para que possíveis discrepâncias nos preços possam ser diluídas sem provocar grandes alterações em sua distribuição de frequência.

Para Machado (2009) por meio dos dados contidos na janela de estimação, os modelos são construídos com a finalidade de obter os valores esperados dos retornos (retornos esperados ou projetados) para o período da janela do evento e o posterior cálculo dos retornos anormais. É por meio da janela de estimação, que se faz a projeção de dados passados, obtendo os retornos da ação esperados.

A janela de estimação não engloba a data de divulgação do evento nem a janela do evento, pois Camargos e Barbosa (2003) a janela de estimação não deve sobrepor-se à janela do evento a fim de não influenciar os parâmetros do modelo de determinação de retornos normais.

3.3.3 Janela pós evento

Corresponde ao período de projeção dos retornos esperados na janela do evento e após essa janela. Na janela pós-evento é possível comparar o comportamento dos retornos normais com os retornos projetados, ou seja, verificar a existência de retornos anormais. Para a janela em questão foi considerado o período de 15 dias das cotações diárias após a divulgação do fato relevante.

3.4 Operacionalização da pesquisa

A operacionalização se deu a partir das datas das divulgações dos fatos relevantes de mudança de diretoria e emissão de debêntures, contidas nos documentos obtidos no site da CVM.

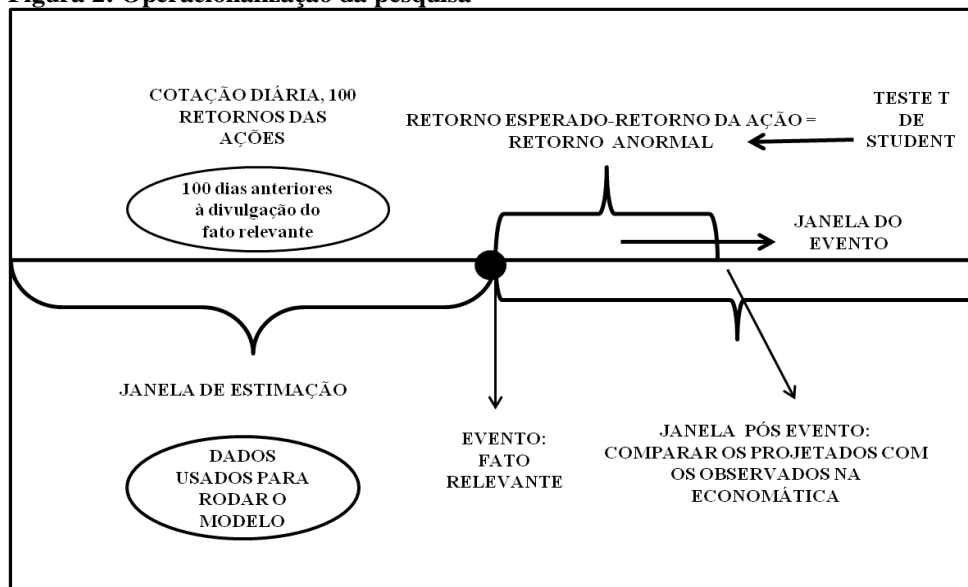
O segundo passo realizado foi a coleta das cotações diárias das ações de cada empresa que compõe a amostra, referentes ao período de 100 dias antes da divulgação do fato e 15 dias posteriores à sua divulgação, dados estes obtidos por meio do software Economática[®].

Posteriormente planilhou-se os dados obtidos de cada empresa. Após essa etapa foi calculado o retorno das ações na janela de estimação para projetar para a janela do evento e pós-evento os valores esperados. Para o cálculo do retorno das ações foi aplicado o modelo logaritmo e para a realização das projeções, o modelo de mercado.

Na janela de evento foram observados mais de um evento ao longo dos 5 dias após a divulgação e para evitar sobreposição de eventos nessa janela que pudessem ocasionar distorções na análise, foram considerados os primeiros eventos e os subsequentes, excluídos.

Assim, após as projeções os valores dos retornos observados na janela do evento foram comparados com os previstos (resultantes do cálculo do modelo utilizado), e com isso obteve-se o retorno anormal. Para identificar a significância dos retornos anormais aplicou-se o teste *t* de student visando verificar se o retorno anormal é estatisticamente diferente de zero. Para a realização do teste *t* utilizou-se o Software Estatístico PASW 11. Conforme descrito anteriormente nos procedimentos do estudo de eventos é possível a partir da figura 2 observar as etapas realizadas.

Figura 2: Operacionalização da pesquisa



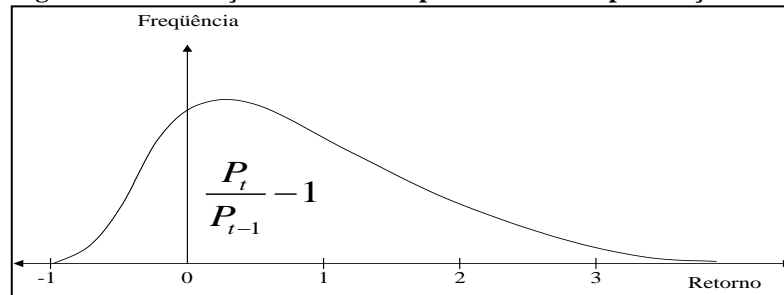
Fonte: elaboração própria

3.4.1 Cálculo do retorno da ação e de mercado

Segundo Soares, Rostagno e Soares (2002) duas formas essenciais de cálculo dos retornos das ações podem ser utilizadas: a fórmula tradicional, que pressupõe um regime de

capitalização discreta, e a fórmula logarítmica, que pressupõe um regime de capitalização contínua. Na forma discreta as informações chegam em instantes distintos, causando variações discretas nos preços das ações. Conforme figura a seguir, *ibidem* ressaltam que distribuição dos retornos calculados através da fórmula que pressupõe capitalização discreta é assimétrica à direita.

Figura 3: Distribuição dos retornos pela forma de capitalização discreta



Fonte: SOARES, ROSTAGNO e SOARES (2002).

A pesquisa utiliza o sistema de capitalização contínua, onde o preço do título é dado pela seguinte fórmula:

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

Sendo:

r : taxa de retorno

P_t : preço da ação no tempo t

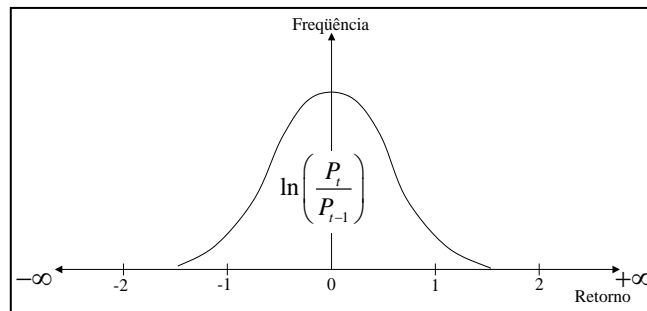
P_{t-1} : preço da ação no tempo $t-1$

A solução da equação 1 em termos estatísticos pode ser reescrita da seguinte forma:

$$r = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) \text{ ou } r = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (2)$$

De acordo com Soares *et al.* (2002) quando se aplica o *log-natural*, à razão P_t/P_{t-1} a curva representativa da distribuição de frequência torna-se simétrica. Eles ainda ressaltam que isto tende a aproximar a distribuição de frequências dos retornos à curva normal. Conforme pode ser observado na figura a seguir:

Figura 4: Distribuição dos retornos pela forma logarítmica



Fonte: SOARES, ROSTAGNO e SOARES (2002).

Utilizou-se para cálculo do retorno normal da ação a fórmula da equação (2):

$$R_{i,t} = \left(\frac{\ln P_t}{\ln P_{t-1}} \right) \quad (3)$$

Onde:

R_i é o retorno da ação,

P_t é o preço da ação na data t

P_{t-1} é o preço da ação na data t-1

L_n é o logaritmo natural

Para o preço das ações considerou-se o valor de fechamento da cotação diária da Economática[©].

3.4.2 Retorno de mercado

Para o cálculo do retorno de mercado, utilizou-se os mesmos critérios empregados para o cálculo do retorno da ação. Em que:

$$R_{m,t} = \left(\frac{\ln I_{t-1}}{\ln I} \right) \quad (4)$$

$R_{m,t}$: retorno do portfólio de mercado (carteira Ibovespa) na data t

I_t : Índice Ibovespa na data t

I_{t-1} : Índice Ibovespa na data t-1

Foi utilizado como índice Ibovespa a pontuação de fechamento, obtida no site da Bovespa.

3.4.3 Retorno esperado da ação

Segundo Machado (2009) o retorno esperado de uma ação é o comportamento observado das ações em um período projetado. É o valor que o investidor busca alcançar em detrimento do custo de oportunidade de outros investimentos. Os valores utilizados para obtenção dos retornos esperados são os correspondentes à janela de estimação. O valor esperado da ação é obtido por meio da equação do modelo de regressão dos mínimos quadrados, que utiliza o retorno da ação como a variável dependente e o retorno de mercado como variável independente.

Portanto, para cálculo do retorno esperado utilizou-se a equação 4:

$$R_{ei,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \mu_t \quad (5)$$

Onde:

$R_{ei,t}$: retorno esperado da ação i no tempo t

α : e β : são coeficientes de regressão por mínimos quadrados

μ : erro aleatório, $N(0, \sigma^2)$

$R_{m,t}$: é o retorno de mercado da ação no tempo t

3.4.4 Retorno anormal e retorno anormal acumulado

Segundo Mackinlay (1997, p.1) o modelo de mercado assume que existe uma relação linear estável entre o retorno do mercado e o retorno de mercado do portfólio. As abordagens para mensuração do retorno do mercado podem ser divididas em duas categorias, estatística e econômica. Conforme explicado por Mackinlay (1997, p.17) os modelos estatísticos partem de suposições estatísticas sobre o comportamento dos retornos de ativos e não dependem de quaisquer argumentos econômicos. Em contraste, os modelos econômicos dependem de pressupostos relativos comportamento dos investidores e não são baseados unicamente em suposições estatísticas.

A utilização deste modelo se deve ao fato de que segundo Mackinlay (1997, p.15) este remove a porção do retorno que está relacionada com a variações do mercado, tendo as variações dos retornos anormais reduzida, que por sua vez, pode levar a um aumento da capacidade de detectar efeitos dos eventos. Segundo Machado (2009, p.65) há três modalidades de modelos estatísticos, os retornos ajustados à média, os retornos ajustados ao mercado e os retornos ajustados ao risco e ao mercado.

Para o cálculo do retorno anormal utilizou-se, o retorno anormal ajustado ao mercado, que se dá pela diferença entre o retorno da ação e o retorno esperado da ação no mesmo período.

$$RA = R_{i,t} - R_{ei,t} \quad (6)$$

Onde:

$R_{i,t}$ é o retorno da ação i no tempo t .

$R_{ei,t}$ é o retorno esperado da ação no tempo t .

3.4.5 Retorno anormal acumulado

O retorno anormal acumulado corresponde ao somatório, de todos os retornos anormais observados na janela do evento conforme equação a seguir:

$$RAC_{i,t} = \sum_1^5 RA_{i,t} \quad (7)$$

Onde:

$RAC_{i,t}$: retorno anormal acumulado da ação i na data t

$\sum_1^5 RA_{i,t}$: somatório dos retornos anormais das ações i na data t na janela do evento de 1 a 5

O RAC no quinto dia da janela do evento foi utilizado para a realização do teste t , para todos os fatos relevantes divulgados. Para realização do teste do evento para cada ano utilizou-se o retorno anormal acumulado médio (\overline{RAC}) de todos os eventos anuais. Conforme a seguir:

$$\overline{(\text{RAC})} = \frac{\sum_1^5 \text{RAC}_{i,t}}{n} \quad (8)$$

$\sum_1^5 \text{RAC}_{i,t}$: somatório dos retornos anormais acumulados das ações i na data t nas observações (eventos) de 1 a n correspondente à janela do evento

n : número de eventos

Para a realização dos cálculos dos retornos da ação, retorno de mercado e retorno esperado, utilizou-se o *Microsoft Excel* versão *Office 2007*.

3.4.6 Teste de Hipótese

H_0 : Não existe retorno anormal após a divulgação de debêntures e da mudança de diretoria

Teste t

H_0 : $R_a = R_e$

H_1 : $R_a \neq R_e$

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Análise do modelo de regressão

O modelo de regressão foi obtido a partir da variável dependente retorno da ação e a variável independente retorno de mercado do período da janela de estimação. A partir dos valores do coeficiente e erro do modelo foram calculados os retornos esperados/projetados. Os retornos anormais foram obtidos a partir diferença entre o retorno da ação e o retorno projetado. Após essa etapa, os retornos foram acumulados até o período de 5 (cinco) dias após o evento.

4.2 Estatística teste paramétrica

A estatística teste desta etapa procurou verificar a existência de retornos anormais no período da janela do evento: 5 dias após a divulgação do fato relevante. Foram testadas as hipóteses de que o evento não é relevante caso não impactem o comportamento dos preços, quando os retornos anormais acumulados forem estatisticamente iguais a zero; e, de que o evento é relevante quando estes causarem impacto no comportamento dos preços, ou seja, os retornos anormais observados forem diferentes de zero. Analisou-se cada evento separadamente e depois os eventos por ano.

4.3 Teste para cada evento

4.3.1 Mudança de Diretoria

Realizou-se o teste t para cada data do evento, com o intuito de observar aquele que se mostraria relevante, apresentando *retorno anormal* significativo.

A tabela a seguir ilustra os retornos de todos os eventos no ano de 2010, 2011 e 2012, no primeiro dia após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria.

Tabela 1: RAC no primeiro dia após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria

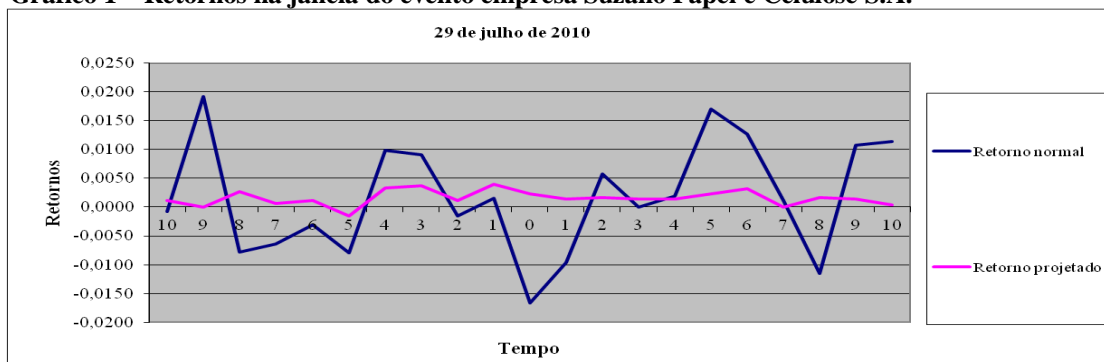
Data da divulgação do fato relevante	RAC no dia da divulgação do fato relevante	RAC no 1º dia após divulgação do fato relevante
02/03/2010	0,1143	-0,008
29/07/2010	-0,0149	-0,0109
22/10/2010	-0,0093	0,0034
04/01/2011	0,0091	-0,0214
31/08/2011	0,1976	0,0342
27/04/2012	-0,0304	-0,0214
04/05/2012	-0,0068	0,0032
26/07/2012	-0,024	-0,0206

Fonte: elaboração própria

Conforme apresentado na tabela, dos 8 (oito) eventos, 5 (cinco) apresentaram retornos positivos após a divulgação da informação, indicando que 62% dos fatos relevantes divulgados sobre mudança de diretoria apresentaram um retorno anormal positivo no primeiro dia após a divulgação deste. Infere-se que no ano de 2010 e 2012 a notícia sobre mudança de diretoria pode ser considerada uma boa notícia. No ano de 2011 a divulgação do fato sobre mudança de diretoria não foi tão significativo, sendo perceptível que no dia 04/01/2011 um retorno anormal acumulado (RAC) negativo, e no dia 31/08/2011 apesar do retorno ser positivo houve uma redução.

Para melhor visualização da existência de retorno anormal, o gráfico abaixo ilustra o comportamento do retorno normal e do retorno projetado num intervalo de -10 e +10 dias em relação à divulgação do fato relevante, ilustrando possível existência do retorno anormal, em que se observa retorno normal ascendente após o evento de mudança de diretoria, enquanto o projetado se mantém estável.

Gráfico 1 – Retornos na janela do evento empresa Suzano Papel e Celulose S.A.



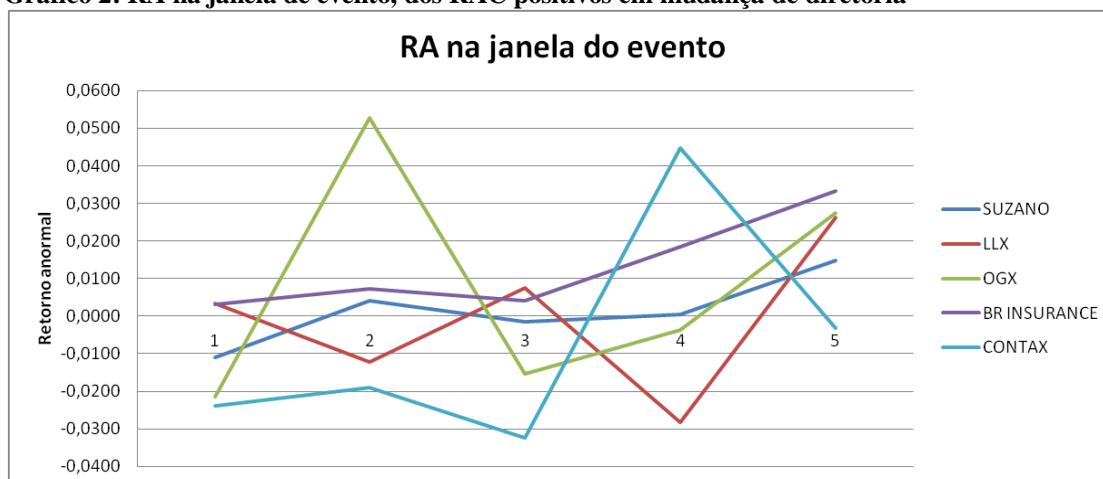
Fonte: elaboração própria

O gráfico 1 apresenta o comportamento das ações após a divulgação do fato relevante pela empresa SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.. Como pode ser observado, o preço da ação captou a informação de forma não tempestiva, a existência de um retorno anormal pode ser perceptível a partir do primeiro para o segundo dia, onde o retorno normal supera o retorno projetado: o retorno normal chega em seu ápice no quinto dia, cujo RAC foi de 0,0071. Como pode-se perceber a escolha da janela de evento de 5 dias foi importante, pois no terceiro dia a existência de retorno anormal não é tão perceptível, podendo ser verificado um destaque maior no quinto dia após a divulgação do fato relevante.

O apêndice B foi construído a partir dos resultados da tabela 1, utilizando como parâmetro os eventos em que se constatou um RAC positivo no primeiro dia após a divulgação do fato relevante. O apêndice permite um maior entendimento sobre o comportamento do retorno anormal durante a janela dos 5 dias após a divulgação do fato relevante, mostrando a diferença entre o retorno normal e o projetado, ou seja, o retorno anormal.

O gráfico 2 a seguir foi elaborado a partir dos do apêndice B possibilitando uma melhor visualização e desempenho de cada empresa após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria.

Gráfico 2: RA na janela de evento, dos RAC positivos em mudança de diretoria



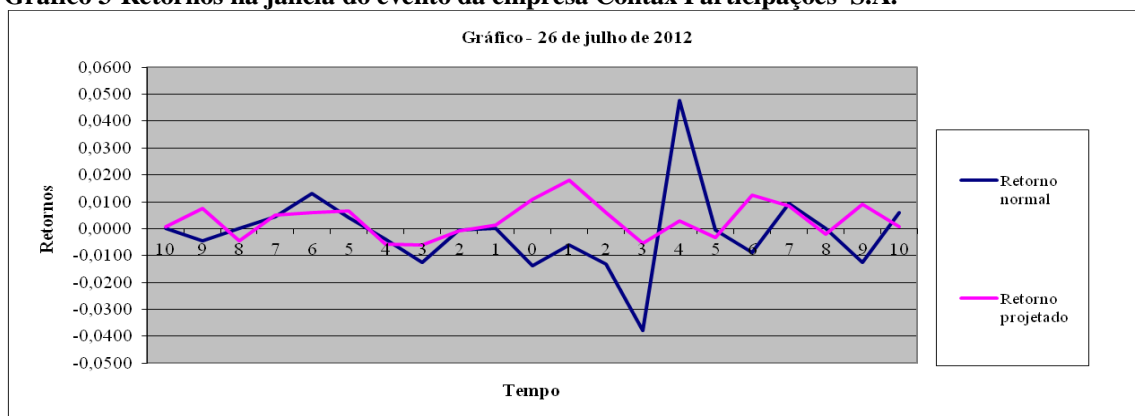
Fonte: elaboração própria

Dentre as cinco empresas, a que apresentou um bom desempenho após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria foi a BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A, apesar dela não ter tido o maior retorno anormal, o

comportamento dos retornos anormais mantiveram-se em crescimento, além do fato de que todos foram positivos, com um leve decréscimo no terceiro dia. Já a empresa que apresentou o maior retorno anormal foi a OGX PETRÓLEO E PARTICIPAÇÕES S.A. de 0,0528, no segundo dia após a divulgação do fato relevante, seguido da CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A. que teve o ápice de seu retorno no quarto dia e a LLX, só foi apresentar um retorno anormal maior no quinto dia, ressaltando a importância da escolha da janela de cinco dias, e, constatando que esta não absorveu a informação de forma imediata. A SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A., teve o mesmo comportamento da BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A, mas em uma proporção menor.

A partir do gráfico 3, conforme ilustrado, nota-se que o comportamento deste não diverge muito do apresentado no Gráfico 1, ressaltando a importância da escolha da extensão da janela de evento, de 5 dias.

Gráfico 3-Retornos na janela do evento da empresa Contax Participações S.A.



Fonte: elaboração própria

A partir do terceiro dia o retorno normal tem um crescimento maior em relação ao projetado, superando-o, ou seja, observa-se a ocorrência do retorno anormal. No quarto dia a empresa apresentou um retorno anormal no valor de 0,0447.

Apesar de alguns eventos apresentarem retornos anormais positivos no primeiro dia após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria, alguns não se mostraram significativos, levando em consideração o valor de seu t crítico. A tabela 2 mostra a estatística para cada evento sobre mudança de diretoria.

Tabela 2: Estatística t mudança de diretoria

MUDANÇA DE DIRETORIA	
Data do evento	Estatística
02/03/2010	0,823
29/07/2010	-2,266
22/10/2010	-1,741
04/01/2011	-3,301
31/08/2011	1,179
07/04/2012	0,700
04/05/2012	1,881
26/07/2012	-4,449

Fonte: elaboração própria

Como pode ser observado, é pequeno o número de fatos relevantes sobre mudança de diretoria, pois durante os três anos apenas 8 foram utilizados na pesquisa, em consonância aos padrões estabelecidos, tais como a quantidade de ações negociadas (onde foi estabelecido uma média de 100 para a quantidade de ações).

Entre os fatos relevantes, um evento no ano de 2010, um no ano de 2011 e um no ano de 2012, em que sua divulgação ocasionou um retorno anormal após a sua divulgação, verificado pelo valor superior de seu t -crítico. O ano de 2012 destacou-se por possuir um evento que apresentou um alto valor de seu t -crítico. Em razão do evento de mudança de diretoria possuir poucas ocorrências que foram significativas, não quer dizer que ele não seja relevante, já que, apesar de ser um fato de cunho administrativo este pode sim ocasionar um retorno anormal no preço das ações.

4.3.2 Emissão de debênture

A mesma tabela do RAC de todos os eventos no ano de 2010, 2011 e 2012, no primeiro dia após a divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria, foi feita para o evento emissão de debêntures.

Tabela 3: RAC no primeiro dia após a divulgação do fato relevante sobre emissão de debêntures

Data da divulgação do fato relevante	RAC no dia da divulgação do fato relevante	RAC no 1º dia após divulgação do fato relevante
19/01/2010	-0,0149	0,0193
10/03/2010	0,0258	0,0144
15/04/2010	0,0275	0,0394
10/06/2010	-0,0594	-0,485
19/07/2010	-0,0028	-0,0516
25/08/2010	0,016	-0,0009
17/09/2010	0,0003	-0,0055
06/10/2010	-0,2049	-0,1728
28/10/2010	-0,0149	0,0193
14/01/2011	0,0023	-0,0074
11/05/2011	-0,0134	0,0313
19/05/2011	0,0076	-0,0231
02/06/2011	0,0164	0,006
13/06/2011	-0,0112	-0,0004
28/06/2011	0,0265	-0,023
04/08/2011	-0,0251	0,0258
19/09/2011	0,0216	-0,0458
07/11/2011	0,0076	-0,0023
18/11/2011	-0,0152	0,014
05/12/2011	-0,053	0,0398
12/12/2011	-0,0181	-0,0281
19/12/2011	-0,0134	0,0006
29/12/2011	-0,0082	-0,0206
12/01/2012	-0,0333	0,0441
13/01/2012	-0,0006	0,0045
30/01/2012	-0,0131	0,0249
10/02/2012	-0,1056	-0,0799
30/03/2012	-0,0056	-0,04
20/09/2012	0,0026	0,0036
30/10/2012	0,0178	-0,0037
30/10/2012	0,0054	-0,0207
30/10/2012	0,0007	-0,0004
03/12/2012	-0,0316	-0,0276

Fonte: elaboração própria

Dentre os 33 eventos, 51% apresentaram retornos anormais acumulados positivos no primeiro dia após a divulgação do fato relevante, o que torna uma relação significativa devido à maior proporção de existência de retornos positivos. Esse evento apresentou uma percentagem menor do que o evento sobre mudança de diretoria, não levando em consideração o fato de se ter um número maior de eventos.

Apesar de algumas datas terem apresentado retornos negativos é a realização do teste para cada evento de emissão de debêntures que irá mostrar a existência ou não de retornos anormais significativos, tendo em vista que a tabela só mostra o RAC no primeiro dia após a divulgação do fato e o teste utiliza a janela de cinco dias após a divulgação do fato, aspecto importante a ser considerado.

A análise, a partir da utilização de todos os RACs positivos no primeiro dia após a divulgação da emissão de debêntures, verificou que a ocorrência do maior RA durante a janela do evento no primeiro dia seguinte à divulgação do fato relevante, ocorre em 44% das empresas, conforme apresentado no Apêndice C. Com isso, comprova-se que a absorção da informação ocorre de forma imediata à divulgação do fato relevante pela empresa, segundo observado na Tabela 04, em que apresenta o maior de valor de ocorrência do retorno anormal na janela do evento.

Tabela 4-Dia da ocorrência do maior RA, para RAC positivo, após a divulgação da emissão de debêntures

EMPRESA	MAIOR RA
MRV	1º
CCR	1º
HYPERMARCAS	3º
BICBANCO	1º
MINERVA	3º
RENNER	5º
TECNISA	1º
ESTÁCIO	1º
ESTÁCIO	1º
BRMAHLS	3º
COPASA	1º
KRONTON	4º
M.DIAS	3º
TECNISA	3º
LOCALIZA	5º
ANHANGUERA	4º

Fonte: elaboração própria

Diferentemente da tabela sobre mudança de diretoria, em que apresentou 8 (oito) eventos no total do período analisado, o evento emissão de debêntures apresenta 33 fatos relevantes obtidos no mesmo período. Conforme apresentado na tabela 5, do total de fatos de emissão de debêntures, apenas 5 (cinco) não foram significativos, ou seja, não apresentaram retornos anormais, resultado obtido a partir do valor do t -crítico de cada evento, o que representa neste universo 85% de resultados significativos.

Pode-se inferir que a emissão de debêntures ocasiona a obtenção de um valor anormal ao acionista e pode ser considerada uma boa notícia, apesar da natureza da debênture ser uma emissão de dívida no mercado.

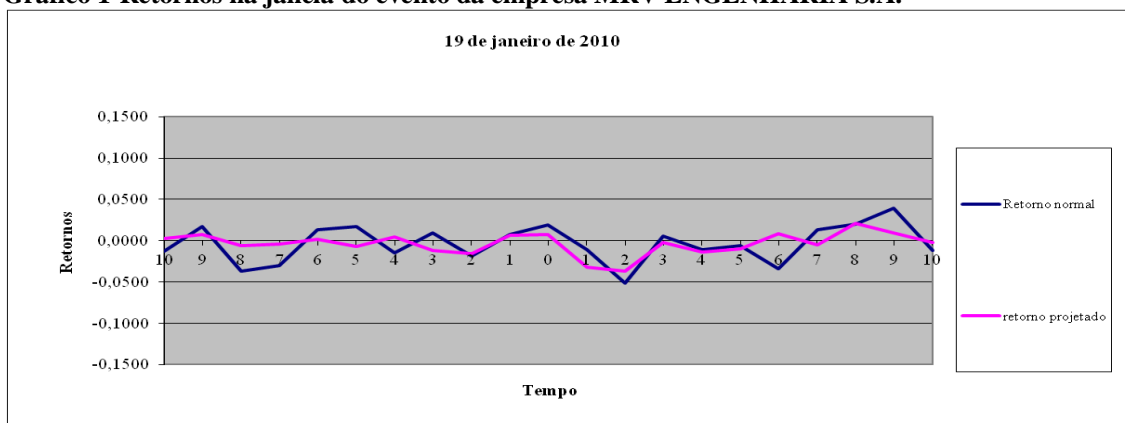
Tabela 1: Estatística t emissão de debêntures

EMISSÃO DE DEBÊNTURES			
Data do evento	Estatística	Data do evento	Estatística
19/01/2010	7,474	07/11/2011	3,114
10/03/2010	2,391	18/11/2011	1,929
15/04/2010	7,918	05/12/2011	3,123
10/06/2010	-3,342	12/12/2011	0,183
19/07/2010	-4,129	19/12/2011	-2,994
25/08/2010	2,821	29/12/2011	-2,15
17/09/2010	-2,328	12/01/2012	2,569
06/10/2010	-1,824	13/01/2012	2,355
28/10/2010	2,653	30/01/2012	2,623
14/01/2011	0,398	10/02/2012	-2,099
11/05/2011	2,123	30/03/2012	-2,835
19/05/2011	-3,19	20/09/2012	3,375
02/06/2011	2,928	30/10/2012	-2,878
13/06/2011	-3,123	30/10/2012	2,761
28/06/2011	-2,244	30/10/2012	-9,428
04/08/2011	0,406	03/12/2012	-4,772
19/09/2011	-2,834		

Fonte: elaboração própria

Como pode ser observado no gráfico 4, da empresa MRV ENGENHARIA S.A., após a data de divulgação do evento, obteve o retorno normal maior do que o projetado, apesar do decréscimo no primeiro dia após a divulgação do evento. Ainda assim, este se mostrou maior do que o projetado, superando-o, e ocasionando um retorno anormal, obtido por meio da diferença entre o normal e o projetado.

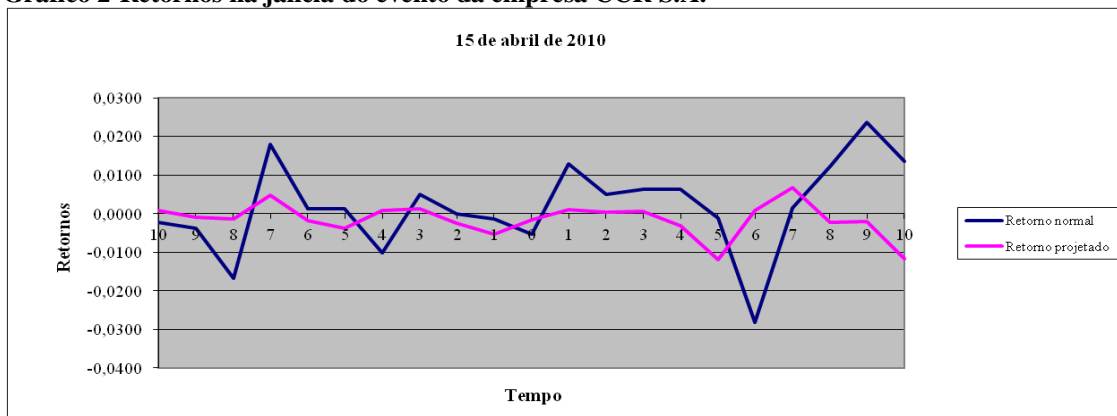
Gráfico 1-Retornos na janela do evento da empresa MRV ENGENHARIA S.A.



Fonte: elaboração própria

O gráfico 5 corresponde à empresa CCR S.A., no qual nota-se visivelmente a existência do retorno anormal, quando a partir da divulgação do fato relevante, o retorno normal se sobrepõe o retorno projetado, mantendo-se superior a este até o quinto dia após a divulgação do evento. Ou seja, durante todo o período da janela do evento o retorno foi maior do que o projetado, ocasionando o retorno anormal significativo.

Gráfico 2-Retornos na janela do evento da empresa CCR S.A.

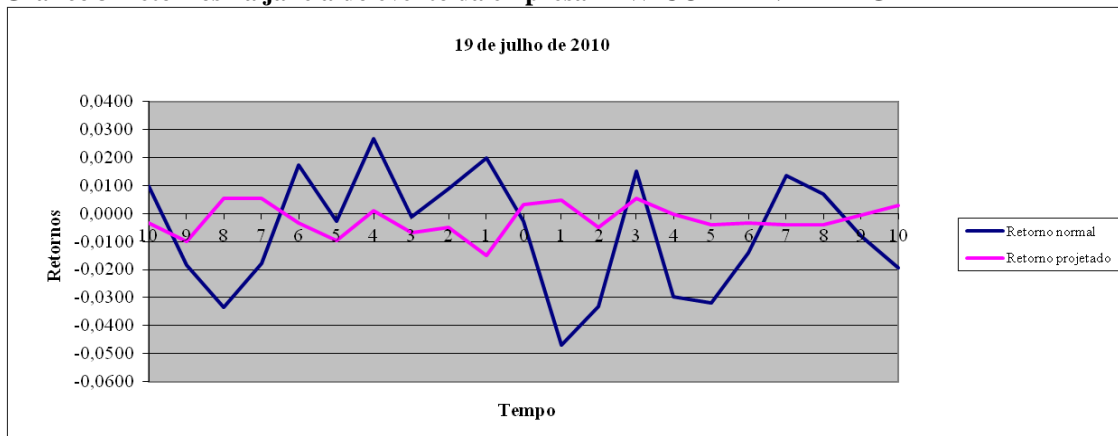


Fonte: elaboração própria

Já no gráfico 6, da empresa B2W COMPANHIA DIGITAL, o retorno normal só superou o retorno projetado a partir do segundo dia após a divulgação do fato relevante, permanecendo até o terceiro dia, ou seja, infere-se que a absorção da informação não ocorreu de forma instantânea. Outro fato que se pode observar é que no período de 5 dias anteriores à data de divulgação do fato relevante, o retorno normal foi maior do que o projetado, ou seja, nota-se a existência de um retorno anormal, que talvez possa ter

tido causado pelo uso de informação privilegiada, supondo-se indícios da existência de *insider trading*, porém não constatado estatisticamente.

Gráfico 3-Retornos na janela do evento da empresa B2W-COMPANHIA DIGITAL



Fonte: elaboração própria

Como pode-se perceber, os resultados para emissão de debêntures foram satisfatórios, observando que a sua divulgação pode ocasionar retornos anormais.

4.4 Teste para cada Ano

Conforme a estatística *t* de *Student*, realizada com nível de significância de 5%, constatou-se que em alguns eventos não houve a ocorrência de retornos anormais, a partir da análise dos retornos anormais acumulados, pois em alguns casos como os apresentados na tabela da estatística *t* para cada evento, constatou-se a existência de valores menores do que 1,96, ou seja, abaixo do valor *t* crítico, o que leva à decisão de não rejeitar a hipótese nula de que os retornos anormais sejam iguais a zero.

Contudo, há a existência de retornos anormais positivos no primeiro dia após a divulgação do fato relevante o que poderia ser significativos em determinados anos, tornando importante a realização do teste para cada ano.

Tendo em vista essa observação, procedeu-se à realização do teste para cada ano, tanto para os fatos relevantes sobre mudança de diretoria como para os de emissão de debêntures, com o objetivo de se verificar através da soma dos retornos acumulados médio anuais de todos os eventos, e, realização do teste *t* para o ano de 2010, 2011 e 2012, conforme resultados expostos na tabela a seguir:

Tabela 2: Estatística *t* anual para mudança

de diretoria e emissão de debêntures		
ANO	ESTATÍSTICA	
	MUDANÇA DE DIRETORIA	EMIÇÃO DE DEBÊNTURES
2010	-1,247	-3,205
2011	1,705	-2,506
2012	-4,109	-4,772

Fonte: elaboração própria

Conforme valores obtidos para o evento mudança de diretoria, apenas o ano de 2012 apresentou valor t crítico significativo, rejeitando a hipótese nula de que os retornos anormais são iguais à zero. Esta rejeição pode estar relacionada pelo alto valor estatístico do t crítico no evento do dia 26 de julho de 2012, de -4,449.

Os valores dos retornos anormais positivos após o primeiro dia da divulgação do fato relevante sobre mudança de diretoria apresentadas na tabela 01 encontra-se presente em 62,50% abrangendo os eventos de todos os anos, mas apesar disto, no ano de 2010 e 2011 estes não foram estatisticamente significativos, levando em consideração o somatório médio dos retornos anormais acumulados, o que configura não haver possibilidade de existência de retornos anormais.

Já para o evento emissão de debêntures há a constatação de que todos os anos os referentes aos valores de teste t superaram o valor crítico de 1,96, rejeitando a hipótese nula de não existência de retornos anormais, conforme tabela anterior. Estes valores podem ser confirmados pela ocorrência de retornos anormais positivos significativos em cada evento.

Outra relação estabelecida a partir da análise dos dados foi a verificação de que três empresas da amostra possuem tanto a divulgação de fatos relevantes sobre mudança de diretoria quanto emissão de debêntures, conforme apresentado no quadro a seguir. Pode-se inferir, que as empresas do quadro 3 possuem uma política bem rigorosa quanto a divulgação dos fatos relevantes, ou ainda, entendem que a divulgação de tais informações podem ocasionar um ganho além do que se espera, mais precisamente a obtenção de um retorno anormal. Subentende-se que tais empresas possuem um entendimento positivo quanto à divulgação da informação ao mercado.

Quadro 1- Empresas que divulgaram tanto fato sobre mudança

EMPRESA	DATA FATO RELEVANTE	
	MUDANÇA DE DIRETORIA	EMISSÃO DE DEBÊNTURES
LIGHT S.A.	02/03/2010	29/12/2011
SUZANO S.A.	29/07/2010	28/06/2011
SABESP S.A.	04/01/2013	30/10/2012

Fonte: elaboração própria

Analisando a janela do evento tanto do fato relevante sobre mudança de diretoria assim como de emissão de debêntures, conforme tabela 7, verifica-se que a emissão de debêntures foi a informação absorvida de forma mais rápida pelo mercado. Na empresa Light, o maior retorno anormal da emissão de debêntures ocorreu no terceiro dia (04/01/2012), já em mudança de diretoria ocorreu no quinto dia (09/03/2010).

Na Suzano ocorre o mesmo comportamento, o maior retorno em mudança de diretoria ocorreu no quinto dia (05/08/2010) e emissão de debêntures, no primeiro dia (29/06/2011); já a empresa Sabesp, verificou-se o inverso, em mudança de diretoria o maior retorno anormal ocorreu no primeiro dia, (05/01/2011) e emissão de debêntures no segundo dia (01/11/2012).

Tabela 3 - Janela do evento das empresas que divulgaram tanto mudança de diretoria quanto emissão de debêntures

		Mudança de diretoria				Emissão de debêntures			
	Dia	Data	Ri	Re,i	RA	Data	Ri	Re,i	RA
Light	0	02/03/2010	-0,0166	0,0030	-0,0196	29/12/2011	-0,0086	0,0033	-0,0120
	1	03/03/2010	-0,0096	-0,0016	-0,0080	02/01/2012	-0,0087	0,0119	-0,0206
	2	04/03/2010	0,0058	0,0004	0,0053	03/01/2012	0,0000	0,0152	-0,0152
	3	05/03/2010	0,0000	0,0061	-0,0061	04/01/2012	0,0249	0,0021	0,0228
	f4	08/03/2010	0,0019	-0,0025	0,0044	05/01/2012	0,0000	-0,0069	0,0069
	5	09/03/2010	0,0170	0,0058	0,0112	06/01/2012	0,0149	0,0016	0,0133
Suzano	0	29/07/2010	-0,0166	0,0023	-0,0190	28/06/2011	0,0358	0,0139	0,0219
	1	30/07/2010	-0,0096	0,0014	-0,0109	29/06/2011	-0,0243	-0,0014	-0,0230
	2	02/08/2010	0,0058	0,0016	0,0042	30/06/2011	-0,0071	-0,0008	-0,0063
	3	03/08/2010	0,0000	0,0014	-0,0014	01/07/2011	0,0000	0,0123	-0,0123
	4	04/08/2010	0,0019	0,0014	0,0005	04/07/2011	0,0088	0,0052	0,0036
	5	05/08/2010	0,0170	0,0023	0,0147	05/07/2011	-0,0088	-0,0138	0,0050
Sabesp	0	04/01/2011	-0,0071	-0,0147	0,0076	30/10/2012	0,0088	0,0081	0,0008
	1	05/01/2011	0,0202	0,0507	-0,0305	31/10/2012	-0,0107	-0,0096	-0,0012
	2	06/01/2011	-0,0161	0,0077	-0,0238	01/11/2012	0,0228	0,0206	0,0021
	3	07/01/2011	0,0050	0,0136	-0,0086	05/11/2012	-0,0030	-0,0026	-0,0004

4	10/01/2011	0,0097	-0,0047	0,0144	06/11/2012	0,0212	0,0192	0,0020
5	11/01/2011	0,0049	-0,0048	0,0098	07/11/2012	-0,0160	-0,0143	-0,0017

Fonte: elaboração própria

A tabela 7 permite verificar que, em 66% dos fatos sobre emissão de debêntures constatou-se maiores retornos anormais do que em mudança de diretoria, tendo em vista que a emissão de debêntures é capaz de produzir retornos anormais maiores do que mudança de diretoria. Contudo deve-se levar em consideração que este é um fato de cunho administrativo, que também é capaz de produzir retornos anormais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar se as divulgações de fatos relevantes sobre mudança de diretoria e emissão de debêntures interferem no preço da ação das empresas brasileiras de capital aberto, ocasionando a existência de um retorno anormal. O período analisado foi do ano 2010 ao ano 2012, por meio da técnica de Estudo de Evento.

Dentre os 41 fatos relevantes estudados na pesquisa, aproximadamente 19,5% correspondem à mudança de diretoria, e 80,5% à emissão de debêntures. A baixa quantidade de fatos relacionados à mudança de diretoria, não quer dizer que este seja menos significativo, pois ele é um fato de cunho administrativo, não tão recorrente quanto um de cunho contábil; mas os resultados obtidos, deixam claro que as divulgações de fatos relacionados à mudança de diretoria ocasionam a obtenção de retornos anormais.

Por meio da realização do teste *t*, verificou-se que a divulgação da informação sobre emissão de debêntures é uma boa notícia, por meio da ocorrência da existência de retornos anormais, conforme os resultados obtidos.

Apesar da emissão de debêntures ser uma captação de recursos externos, ou seja, um endividamento, esta pode representar o aproveitamento de novas oportunidades de investimentos pela empresa, por meio da alavancagem financeira, ou seja, a capacidade que a empresa tem de trabalhar com recursos de terceiros, a fim de maximizar os efeitos de variações no lucro antes dos juros e impostos (LAJIR), sobre os lucros por ação (LPA) da empresa.

A pesquisa mostra que a divulgação da informação, seja ela numérica ou narrativa são importantes para a tomada de decisão do investidor, possibilitando a ele um maior entendimento quanto ao desempenho das empresas, resultando no bom funcionamento do mercado de capital brasileiro, bem como na transparência por parte das empresas.

A escolha do tamanho do período da janela de evento é bastante discutida, é muito difícil saber com que velocidade a ação é capaz de captar a informação divulgada, contudo Camargos e Barbosa (2003) ressaltam que há uma dificuldade em determinar a data exata em que o mercado recebeu a informação do evento em estudo e como a reação do mercado pode difundir-se nesses dias. Conforme observado nos resultados

obtidos, nem sempre o mercado capta a informação de forma imediata, e como constatada, há casos em que a informação só é absorvida a partir do quarto dia após a divulgação do fato relevante.

Sugere-se a realização de pesquisas que visem analisar outras categorias de fatos relevantes, com um período de análise maior e também fazer-se a separação destes fatos por setores econômicos. Sugere-se ainda que seja feito estudo relacionado à liquidez da ação envolvida na pesquisa.

REFERÊNCIAS

ANTUNES M.A, PROCIANOY JYL. **Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais.** *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 38, n.1, p.5-14, 1. trim. 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 3º ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BRASIL. Lei das sociedades por ações. **Lei 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976. Publicado no Diário Oficial da União em 17.12.77. Disponível em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2007.

CAMARGOS M. A., BARBOSA F.V. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições.** *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v. 41, n.1, p.43-58, 1. trim. 2006.

CAMARGOS M. A., BARBOSA F.V. **Estudo de eventos: teoria e operacionalização.** *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v. 10, nº 3, p. 01-20, 3. trim. 2003

CAMARGOS M. A., BARBOSA F.V. **Teoria e Evidência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro.** *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v.10, n.1, p.41-55, 1º trim. 2003.

Comissão de Valores Mobiliários. (2002). **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002. *Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e dá outras providências.* Acessado em 14 de novembro de 2012, de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmww/atos/exiato.asp?file=%5Cient%5Cinst358.htm>

ESPÍNDULA R. P., COSTA P. S. **Análise da Influência da Publicação e da legibilidade dos Atos ou Fatos Relevantes no Preço da Ação das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no período de 2002 a 2006.** In: SEMINÁRIO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 12, 2008, Uberlândia.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; SANTIAGO, W. P. **Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório.** *Gestão & Regionalidade*, São Paulo. v. 25, n. 75, set/dez 2009.

G1- ECONOMIA-MERCADOS. Setor de energia perde 18% em valor de mercado em 4 meses, diz estudo. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2013/01/setor-de-energia-perde-18-em-valor-de-mercado-em-4-meses-diz-estudo.html>> Acesso em 14/01/2013

GOOGLE. Google Acadêmico. Disponível em: <<http://scholar.google.com>>. Acesso em: 30 de outubro de 2012.

- HENDRIKSEN, E. S., & Breda, M. F. Van (1999). *Teoria da contabilidade* (A. Z. Sanvicente, Trad.). São Paulo: Atlas. (Obra original publicada em 1992).
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS E.; CARVALHO L. N. **Contabilidade: aspectos relevantes da epopeia de sua evolução.** *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, São Paulo, n° 38, 2005, p.7-19.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS E., GELBCKE, E.R. **Manual de contabilidade das sociedade por ações.** 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade.** 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M. **Estudo de Eventos: procedimentos e estudos empíricos.** Disponível em: <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCient%20ADfca/iniciacao_01.pdf>. Acesso em: 10 de agosto de 2007.
- LIMA, S.I.; LIMA, G.A.S.F. E PIMENTEL R. C. **Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais.** São Paulo: Atlas, 2011.
- LOPES, Alexandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem.** 2. reimpr. São Paulo: Atlas, 2007.
- MACHADO, C.A. **Evidências de Insider Trading em eventos de descoberta de petróleo e reservas de gás no Brasil, 2009.** 124p. Dissertação de Mestrado– Curso de Mestrado em Contabilidade - Curso de Mestrado em Ciências Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2009.
- MACHADO M. A. V., MEDEIROS O. R. **Existe o efeito liquidez no mercado acionário brasileiro?** In: 13º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2010.
- MACKINLAY, A.C. *Event study in economics and finance.* **Journal of Economic and Literature**, XXXV, march, 1997, p.13 - 39, 1997.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. “**Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**”. São Paulo: Dialética, 1999.
- MUSSA A., YANG, E., TROVÃO R., FAMÁ R. **Hipótese de Mercados Eficientes e Finanças Comportamentais _ As Discussões Persistem.** Disponível em <http://www.aedb.br/seget/artigos07/1241_TextoSeget.pdf>
- NIYAMA, J.K. E SILVA, C.A.T.S. **Teoria da Contabilidade.** 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- RIBEIRO FILHO, José Francisco; et al. **Estudando Teoria da Contabilidade.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- SÁ, A. L. **Teoria da Contabilidade.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- SÁ, A. L. **História Geral e das Teorias da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2009
- SANTOS, S.C., LUSTOSA, P.R., FERRETO, L.E. **A influência do endividamento de longo prazo nos retornos das ações de empresas brasileiras.** In: 6º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006.

SANVINCENTE, A.Z. **A evolução recente do mercado primário de debêntures.** Revista da CVM, Rio de Janeiro: nº34, p. 62 a 70, Janeiro de 2002.

SILVA, A. T. C.; FELIPE, E. S. **Avaliação da Influência de Textos Narrativos de Fatos Relevantes no Preço das Ações de Empresas Brasileiras.** *Revista de Contabilidade e Controladoria*, Curitiba: PPGA/UFPR v. 2, n.6, p.65-85, 3º trim. 2010.

SILVA, C. A. T. **Fato Relevante** (01 fev. 2010). In Contabilidade Financeira (blog). Disponível em <http://contabilidadefinanceira.blogspot.com.br/2010/02/fato-relevante.html>. Acesso em: 17 dez. 2012.

SILVA C.A.T., PEREIRA, V.A.S. **Fatos relevante e sua influência no preço das ações no Brasil.** In: 5º CONGRESSO USP INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 2008.

SILVA, Ricardo F. ; FÁVERO, Luiz P. L. **“O Impacto da Divulgação das Informações Contábeis na Variação do Preço de Ativos no Mercado Financeiro”.** 4º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo, USP, 2007.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal.** In: ENANPAD, XXVI, Salvador. Anais... Salvador, ANPAD, 2002.

TERRA, P. R. S., LIMA, J. B. N. **Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis.** Revista de Contabilidade e Finanças, São Paulo, n. 42, p. 35-49, set./dez. 2006.

THOMÉ, Thomé e PAMPLONA, Nicola. **O Estado de S. Paulo.** Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia,como-a-ogx-ja-vale-us-306-bi-sem-extrair-uma-gota-de-petroleo,3173,0.htm>> Acesso em 06/11/2012.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Classificação do Fatos Relevantes –Instrução Normativa CVM 358/02

1	Assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
2	Mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
3	Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
4	Ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
5	Autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
6	Decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
7	Incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
8	Transformação ou dissolução da companhia;
9	Mudança na composição do patrimônio da companhia;
10	Mudança de critérios contábeis;
11	Renegociação de dívidas;
12	Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
13	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
14	Desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
15	Aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
16	Lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
17	Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
18	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
19	Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
20	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

21	Modificação de projeções divulgadas pela companhia;
22	Impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

APÊNDICE B: Retorno Anormal durante a janela do evento das empresas que possuem RAC positivo no primeiro dia após a divulgação do fato relevante mudança de diretoria

	DIA	DATA	Ri	Re,i	RA
SUZANO	0	29/07/2010	-0,0166	0,0023	-0,0190
	1	30/07/2010	-0,0096	0,0014	-0,0109
	2	02/08/2010	0,0058	0,0016	0,0042
	3	03/08/2010	0,0000	0,0014	-0,0014
	4	04/08/2010	0,0019	0,0014	0,0005
	5	05/08/2010	0,0170	0,0023	0,0147
LLX	0	22/10/2010	-0,0054	-0,0004	-0,0050
	1	25/10/2010	0,0054	0,0020	0,0034
	2	26/10/2010	0,0054	0,0177	-0,0123
	3	27/10/2010	0,0064	-0,0011	0,0075
	4	28/10/2010	-0,0304	-0,0022	-0,0282
	5	29/10/2010	0,0325	0,0063	0,0262
OGX	0	27/04/2012	-0,0342	-0,0041	-0,0301
	1	30/04/2012	-0,0209	0,0004	-0,0214
	2	02/05/2012	0,0566	0,0037	0,0528
	3	03/05/2012	-0,0180	-0,0027	-0,0153
	4	04/05/2012	-0,0132	-0,0096	-0,0036
	5	07/05/2012	0,0298	0,0023	0,0274
BR INSURANCE	0	04/05/2012	-0,0147	-0,0050	-0,0097
	1	07/05/2012	0,0067	0,0035	0,0032
	2	08/05/2012	0,0045	-0,0029	0,0074
	3	09/05/2012	0,0025	-0,0015	0,0040
	4	10/05/2012	0,0196	0,0011	0,0185
	5	11/05/2012	0,0334	0,0002	0,0333
CONTAX	0	26/07/2012	-0,0137	0,0109	-0,0246
	1	27/07/2012	-0,0060	0,0179	-0,0240
	2	30/07/2012	-0,0131	0,0060	-0,0190
	3	31/07/2012	-0,0378	-0,0054	-0,0324
	4	01/08/2012	0,0476	0,0029	0,0447
	5	02/08/2012	-0,0005	-0,0032	-0,0032

Fonte: elaboração própria

APÊNDICE C: Retorno Anormal durante a janela do evento das empresas que possuem RAC positivo no primeiro dia após a divulgação do fato relevante emissão de debênture

	DIA	DATA	RETORNO NORMAL	RETORNO PROJETADO	DIFERENÇA
MRV	0	19/01/2010	0,0189	0,0079	0,0110
	1	20/01/2010	-0,0113	-0,0316	0,0203
	2	21/01/2010	-0,0513	-0,0365	-0,0148
	3	22/01/2010	0,0056	-0,0020	0,0076
	4	26/01/2010	-0,0104	-0,0141	0,0038
	5	27/01/2010	-0,0056	-0,0097	0,0041
	CCR	0	15/04/2010	-0,0054	-0,0016
1		16/04/2010	0,0130	0,0011	0,0119
2		19/04/2010	0,0051	0,0003	0,0047
3		20/04/2010	0,0063	0,0006	0,0057
4		22/04/2010	0,0062	-0,0032	0,0094
5		23/04/2010	-0,0012	-0,0120	0,0107
HYPERMARCAS	0	10/06/2010	-0,03598272	0,0267	-0,0627
	1	11/06/2010	-0,0373	0,0111	-0,0485
	2	14/06/2010	0,0022	0,0017	0,0005
	3	15/06/2010	0,0492	0,0163	0,0329
	4	16/06/2010	0,0135	0,0073	0,0062
	5	17/06/2010	0,0000	-0,0003	0,0003
BICBANCO	0	28/10/2010	-0,0155	0,0018	-0,0173
	1	29/10/2010	0,0257	0,0064	0,0193
	2	01/11/2010	0,0151	0,0104	0,0048
	3	03/11/2010	0,0087	0,0063	0,0025
	4	04/11/2010	0,0275	0,0117	0,0158

	5	05/11/2010	-0,0152	0,0009	-0,0160
MINERVA	0	11/05/2011	-0,0063	-0,0112	0,0049
	1	12/05/2011	-0,0207	0,0024	-0,0231
	2	13/05/2011	-0,0244	-0,0079	-0,0165
	3	16/05/2011	-0,0016	-0,0041	0,0025
	4	17/05/2011	0,0033	0,0089	-0,0056
	5	18/05/2011	-0,0402	-0,0086	-0,0316
RENNER	0	13/06/2011	-0,0118	-0,0034	-0,0084
	1	14/06/2011	0,0000	0,0004	-0,0004
	2	15/06/2011	-0,0085	0,0083	-0,0168
	3	16/06/2011	-0,0223	0,0002	-0,0225
	4	17/06/2011	-0,0143	0,0021	-0,0164
	5	20/06/2011	0,0237	-0,0014	0,0250
TECNISA	0	04/08/2011	-0,0820	-0,0570	-0,0250
	1	05/08/2011	0,0321	0,0064	0,0258
	2	08/08/2011	-0,1079	-0,0832	-0,0248
	3	09/08/2011	0,0495	0,0550	-0,0054
	4	10/08/2011	0,0301	0,0086	0,0215
	5	11/08/2011	0,0283	0,0420	-0,0137
ESTÁCIO	0	18/11/2011	-0,0229	-0,0035	-0,0195
	1	21/11/2011	0,0082	-0,0058	0,0140
	2	22/11/2011	-0,0116	-0,0053	-0,0063
	3	23/11/2011	-0,0006	-0,0115	0,0109
	4	24/11/2011	0,0116	0,0034	0,0082
	5	25/11/2011	0,0185	-0,0051	0,0236
ESTÁCIO	0	05/12/2011	-0,0038	-0,0035	-0,0003
	1	06/12/2011	0,0463	-0,0058	0,0521
	2	07/12/2011	-0,0119	-0,0053	-0,0066

	3	08/12/2011	-0,0042	-0,0115	0,0073
	4	09/12/2011	0,0135	0,0034	0,0101
	5	12/12/2011	0,0209	-0,0051	0,0261
BR MAHLS	0	12/12/2011	-0,0326	-0,0114	-0,0212
	1	13/12/2011	-0,0252	0,0030	-0,0281
	2	14/12/2011	-0,0057	-0,0110	0,0053
	3	15/12/2011	0,0281	-0,0036	0,0317
	4	16/12/2011	0,0246	-0,0024	0,0271
	5	19/12/2011	-0,0087	-0,0105	0,0019
COPASA	0	12/01/2012	-0,0293	0,0009	-0,0302
	1	13/01/2012	0,0380	-0,0062	0,0441
	2	16/01/2012	0,0283	0,0091	0,0191
	3	17/01/2012	-0,0014	0,0079	-0,0093
	4	18/01/2012	-0,0048	0,0114	-0,0162
	5	19/01/2012	0,0309	0,0032	0,0277
KROTON	0	13/01/2012	-0,0011	0,0001	-0,0012
	1	16/01/2012	0,0034	-0,0017	0,0051
	2	17/01/2012	0,0118	0,0022	0,0095
	3	18/01/2012	0,0105	0,0019	0,0086
	4	19/01/2012	0,0399	0,0028	0,0371
	5	20/01/2012	0,0105	0,0007	0,0098
M. DIAS	0	30/01/2012	-0,0087	0,0000	-0,0087
	1	31/01/2012	0,0412	0,0033	0,0380
	2	01/02/2012	0,0045	0,0120	-0,0075
	3	02/02/2012	0,0024	0,0012	0,0012
	4	03/02/2012	0,0085	0,0055	0,0030
	5	06/02/2012	0,0000	0,0010	-0,0010
NIS A	0	10/02/2012	-0,1010	0,0047	-0,1057

	1	13/02/2012	0,0229	-0,0028	0,0257
	2	14/02/2012	0,0334	0,0026	0,0308
	3	15/02/2012	0,0533	0,0003	0,0529
	4	16/02/2012	-0,0085	-0,0007	-0,0079
	5	17/02/2012	0,0029	0,0010	0,0019
LOCALIZA	0	20/09/2012	0,0028	0,0003	0,0025
	1	21/09/2012	-0,0034	-0,0043	0,0010
	2	24/09/2012	0,0076	0,0067	0,0009
	3	25/09/2012	-0,0093	-0,0165	0,0072
	4	26/09/2012	-0,0011	-0,0004	-0,0008
	5	27/09/2012	0,0051	-0,0029	0,0080
ANHANGUERA	0	03/12/2012	-0,0273	0,0049	-0,0322
	1	04/12/2012	0,0029	-0,0011	0,0040
	2	05/12/2012	-0,0189	0,0022	-0,0211
	3	06/12/2012	-0,0065	0,0016	-0,0081
	4	07/12/2012	0,0162	0,0053	0,0108
	5	10/12/2012	0,0096	0,0050	0,0046

Fonte: elaboração própria