

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

**CAMILA ARAUJO MACHADO**

Universidade Federal de Goiás  
am\_camila@yahoo.com.br

**MOISÉS FERREIRA DA CUNHA**

Universidade Federal de Goiás  
mfccunha@ig.com.br

**RENIELLY NASCIMENTO IARA**

Universidade Federal de Goiás  
renyelly@gmail.com

**JÉSSIKA VIEIRA GOMES**

ufg  
jessika1310@yahoo.com.br

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

## 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, o que pode trazer perspectivas da relevância dessas duas informações para o mercado de capitais, a primeira de cunho administrativo e a segunda de cunho contábil-financeiro. 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 e a hipótese de que os retornos anormais são iguais à zero foi rejeitada. Dessa forma, pode-se dizer que existem indícios de que a emissão de debêntures e mudança da diretoria ocasionam retornos anormais o que representa a possibilidade dos eventos de mudança de diretoria e a emissão de debêntures possuírem conteúdo informacional e que fatos administrativos e contábeis-financeiros apresentam relevância informacional para o mercado de capitais brasileiro.

**Palavras Chaves:** fatos relevantes; mudança de diretoria; emissão de debêntures.

## 1 INTRODUÇÃO

O processo de globalização tem tornado as empresas mais competitivas, fazendo com que estas busquem modos alternativos para agregar valor para seus acionistas com o objetivo maximizar suas riquezas e aumentar o valor de mercado da empresa. Por meio da verificação dos fatos já ocorridos um investidor consegue prever eventos futuros, baseados em eventos passados por meio das informações disponíveis. Uma das vertentes refere-se à conduta do investidor ao procurar saber e analisar a evolução patrimonial da empresa que ele está investindo.

Através da informação contábil pode-se obter dados que serão utilizados na tomada de decisões, na análise de demonstrações, nas avaliações de empresas, dentre outras inúmeras decisões 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, 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. As informações narrativas também são importantes fontes de informação para os investidores.

De acordo com Lopes, 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, bem como ele afeta a precificação da ação de uma empresa, 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.

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. E como ressaltado por Salles (1991 *apud* BARBOSA; 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.).

Dáí surge à necessidade responder à seguinte problemática: ***Há ocorrência de retornos anormais referentes à divulgação de emissão de debêntures e mudança da diretoria tornando esses fatos relevantes?***

O objetivo do trabalho é identificar nas empresas de capital aberto se existe indício de retornos anormais quando da divulgação mudanças na diretoria e emissão de debêntures, eventos considerados fatos relevantes que são respectivamente de cunho administrativo e contábil-financeiro.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

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

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 captar a importância dessas informações dá-se por meio da verificação dos retornos obtidos em investimentos no mercado de capitais, no qual a informação gerada pela contabilidade é de grande importância.

Apesar da limitação o mercado de capitais brasileiro – grande concentração acionária (LOPES e MARTINS,2007) e baixa liquidez – ele se encontra em ascensão e atua como fonte de recursos para as empresas. 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 proporciona um vasto crescimento de estudos na área de Finanças, possibilitado pela evolução das pesquisas contábeis, nas áreas financeira, societária, *valuation* entre outras.

Um estudo realizado por Silva e Fávero (2007), identificou 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). 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.

A assimetria informacional contradiz 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. 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**

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

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 Van 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, e partindo do pressuposto de um mercado semi-forte consequentemente tem-se que, os investidores teriam um retorno anormal em relação à possibilidade de informações relevantes em que baseiam seus investimentos.

### **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. 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 mesmo autor menciona 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*<sup>1</sup> e de *insider trading*<sup>2</sup>, foram elaboradas 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 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 tem conhecimento da informação de forma igualitária, a fim de coibir casos de *insider trading*, bem como falhas no sistema de mercado de capitais.

---

<sup>1</sup> . *Insider Information* : informação privilegiada

<sup>2</sup> . *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.

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 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.

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

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.

Nesse sentido a pesquisa trata 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.

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.

Já a emissão de debêntures funciona como um financiamento de investimentos, pois há uma captação de recursos para visando novos projetos. Há controvérsias em relação à emissão e a existência de retorno anormal, em se tratando de um financiamento de longo prazo. Um estudo realizado por Sanvincente (2001) procurou analisar a evolução do mercado primário de debêntures, em uma de suas conclusões, 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.

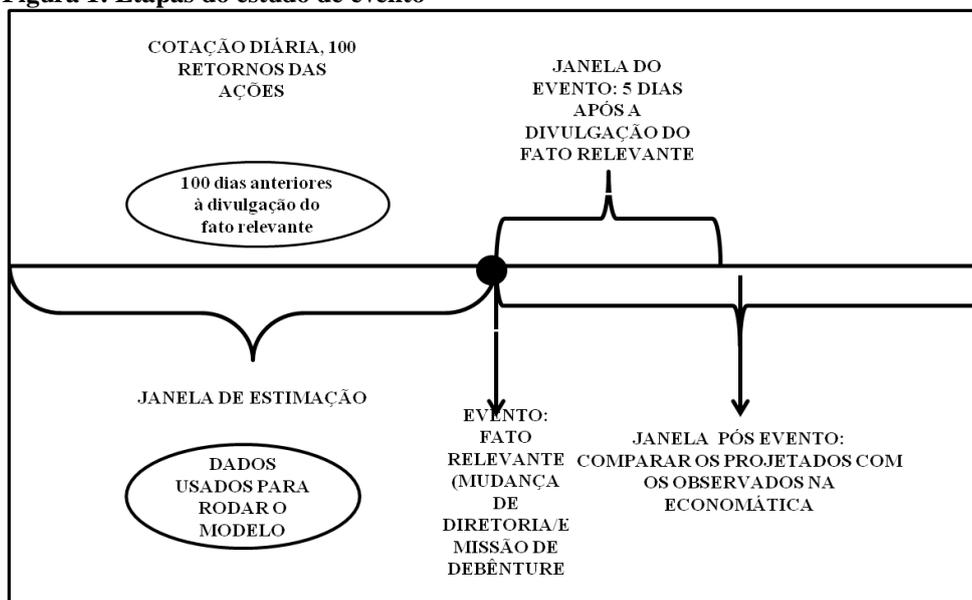
### 3 METODOLOGIA

A pesquisa procedeu às seguintes etapas: coleta dos fatos relevantes no sítio da CVM, o índice IBOVESPA no site da Bovespa e de cotações diárias na Economática<sup>®</sup> abrangendo o período de 2010 a 2012. Dentre os três anos, obteve-se um total de número de fatos relevantes correspondentes a: 1281 no ano de 2010, 1.236 no ano de 2011 e 1.262 no ano de 2012; posteriormente organizaram-se os dados em planilhas; após esta etapa foi feita a classificação dos fatos em emissão de debêntures e mudança de diretoria, para tanto, utilizou-se um filtro, ferramenta presente no *Microsoft Office 2007*, para aqueles que “contém” a palavra “diretoria” e um para “emissão de debêntures”. Após essa etapa a amostra reduziu-se a 41 fatos relevantes, sendo: 8 sobre mudança de diretoria e 33 sobre emissão de debêntures.

Utilizou-se como a técnica de pesquisa o estudo de eventos, pois este procura identificar de forma empírica, se as informações classificadas como fatos relevantes geram retornos anormais após sua 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 constatar o efeito de um evento sobre o preço de uma determinada classe de valores mobiliários da empresa.

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

Após obtenção dos fatos sobre mudança de diretoria e emissão de debêntures por meio do filtro, definiu a janela do evento 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” é determinada qual será a janela do evento, que nesta pesquisa compreende ao período de 5 dias após a divulgação do fato relevante.

A janela de estimação correspondente à estimação dos valores utilizados para cálculo dos parâmetros do modelo correspondeu a 100 dias anteriores à data de divulgação 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 fará 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 de acordo com 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.

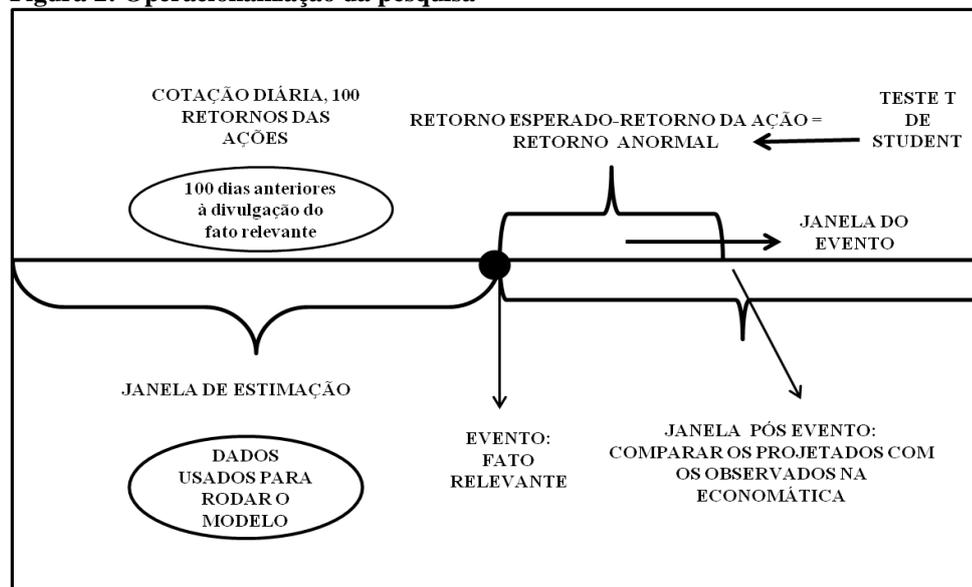
A janela pós evento corresponde ao período de projeção dos retornos esperados na janela do evento e após essa janela. Nesta janela é possível comparar o comportamento dos retornos normais com os retornos projetados, ou seja, verificar a existência de retornos anormais. Para a janela em questão foi considerado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

Após definidas as janelas foi realizado a coleta das cotações diárias das ações de cada empresa que compõe a amostra, dados estes obtidos por meio do software Economática<sup>®</sup>. Posteriormente planilhou-se os dados obtidos de cada empresa. Após essa etapa foram calculados o retorno das ações da 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, sendo assim, 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. 3 Teste de Hipótese

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

$$H_0: RA = R_{ei,t}$$

$$H_1: RA \neq R_{ei,t}$$

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

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 nas empresas em que ocorreram os dois eventos.

### 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.

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

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 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 estatisticamente 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.

O evento emissão de debêntures apresenta 33 fatos relevantes obtidos no mesmo período. Conforme apresentado na tabela 4, 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 4: 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

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.

Analisando a janela do evento tanto do fato relevante sobre mudança de diretoria assim como de emissão de debêntures, conforme tabela 5, 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 5 - 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	<b>0,0080</b>	02/01/2012	0,0087	0,0119	<b>0,0206</b>

	2	04/03/2010	0,0058	0,0004	<b>0,0053</b>	03/01/2012	0,0000	0,0152	<b>0,0152</b>
	3	05/03/2010	0,0000	0,0061	<b>0,0061</b>	04/01/2012	0,0249	0,0021	<b>0,0228</b>
	4	08/03/2010	0,0019	0,0025	<b>0,0044</b>	05/01/2012	0,0000	0,0069	<b>0,0069</b>
	5	09/03/2010	0,0170	0,0058	<b>0,0112</b>	06/01/2012	0,0149	0,0016	<b>0,0133</b>
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	<b>0,0109</b>	29/06/2011	0,0243	0,0014	<b>0,0230</b>
	2	02/08/2010	0,0058	0,0016	<b>0,0042</b>	30/06/2011	0,0071	0,0008	<b>0,0063</b>
	3	03/08/2010	0,0000	0,0014	<b>0,0014</b>	01/07/2011	0,0000	0,0123	<b>0,0123</b>
	4	04/08/2010	0,0019	0,0014	<b>0,0005</b>	04/07/2011	0,0088	0,0052	<b>0,0036</b>
	5	05/08/2010	0,0170	0,0023	<b>0,0147</b>	05/07/2011	0,0088	0,0138	<b>0,0050</b>
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	<b>0,0305</b>	31/10/2012	0,0107	0,0096	<b>0,0012</b>
	2	06/01/2011	0,0161	0,0077	<b>0,0238</b>	01/11/2012	0,0228	0,0206	<b>0,0021</b>
	3	07/01/2011	0,0050	0,0136	<b>0,0086</b>	05/11/2012	0,0030	0,0026	<b>0,0004</b>
	4	10/01/2011	0,0097	0,0047	<b>0,0144</b>	06/11/2012	0,0212	0,0192	<b>0,0020</b>
	5	11/01/2011	0,0049	0,0048	<b>0,0098</b>	07/11/2012	0,0160	0,0143	<b>0,0017</b>

Fonte: elaboração própria

A tabela 5 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

O estudo verificou que 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. A partir do período analisado, referentes aos anos 2010 ao ano 2012, observou-se que 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-financeiro; mas os resultados obtidos apresentam indícios de que as divulgações de fatos relacionados à mudança de diretoria podem ocasionar a obtenção de retornos anormais.

Por meio da realização do teste *t*, verificou-se que a divulgação da informação sobre emissão de debêntures gera a 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.

A pesquisa mostra que a divulgação de informações, seja ela numérica ou narrativa, são importantes para a tomada de decisão do investidor, possibilitando a ele uma 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.

Outro fator que se enquadra na limitação da 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 se possa generalizar as conclusões para todos os eventos, somente os que se apresentaram significativos.

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, pois é possível que possam impactar a relevância dessas informações conforme as circunstâncias econômicas. Sugere-se ainda que seja feito estudo relacionado à liquidez e volatilidade das ações com uso de outros métodos econométricos.

## 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.

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](http://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 epopéia 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 sociedades 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%20C3%ADfca/iniciacao\\_01.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCient%20C3%ADfca/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, Alessandro 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 Contábeis. 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](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.