UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

CLÁUDIO ROBERTO SCHMITZ JÚNIOR

A EMISSÃO DE UM ALERTA AO INVESTIDOR PELA CVM E SEU EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS

SÃO LEOPOLDO
2013

CLÁUDIO ROBERTO SCHMITZ JÚNIOR

A EMISSÃO DE UM ALERTA AO INVESTIDOR PELA CVM E SEU EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale dos Sinos - UNISINOS.
Finanças Corporativas.

Orientador: Prof. Dr. João Zani

São Leopoldo
2013

S355e Schmitz Júnior, Cláudio Roberto
A emissão de um alerta ao investidor pela CVM e seu efeito no mercado de capitais/ Cláudio Roberto Schmitz Júnior. -- 2013.
63 f. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2013.
Orientadora: Prof. Dr. João Zani.

1. Mercado de capitais. 2. Alerta - Inadimplência - Investidor. 3. Informação financeira. I. Título. II. Zani, João.

CDU 336.76

Catalogação na Publicação:
Bibliotecário Eliete Mari Doncato Brasil - CRB 10/1184

Cláudio Roberto Schmitz Júnior

A EMISSÃO DE UM ALERTA AO INVESTIDOR PELA CVM E SEU EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em ...../...../.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Cléa Beatriz Macagnan - Curso de Pós-Graduação da UNISINOS

Prof. Dr. Francisco Antonio Mesquita Zanini - Curso de Pós-Graduação da UNISINOS

Prof. Dr. Alexandre Majola Gava - Convidado

Dedico este trabalho à Jéssica Santos Schmitz e à Solane Trisch König, pelo incentivo à sua realização.

AGRADECIMENTOS

Ao concluir esta dissertação, desejo agradecer...

... Ao meu orientador, Dr. João Zani, pela compreensão e pela sábia orientação...

...Ao professor doutorando Márcio Portal, pela disponibilidade, pela ajuda e pelo incentivo;

...Aos professores, Dr. Clóvis Antônio Kronbauer e Dr. Ernani Ott, pelas orientações;

...À coordenadora, Dra. Clea Beatriz Macagnan, pelo incentivo irrestrito...

...A todos os professores do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis, pelo enorme conhecimento transmitido...

...Aos meus pais, pela educação recebida, durante toda minha vida;

...Às Escolas e Faculdades QI, pelo aporte financeiro fornecido...

...À UNISINOS, pela oportunidade ofertada...

...A todos, expresso minha gratidão.

[O trágico dilema]
“Quando alguém pergunta a um autor o que este quis dizer, é porque um dos dois é burro.”

Mário Quintana.

RESUMO

Este trabalho investigou, através de um estudo de eventos no mercado de capitais brasileiro, se o alerta de inadimplência quanto à divulgação de informações, emitido aos investidores pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, durante o período de janeiro de 2008 a julho de 2012, surtiu reflexos no preço das ações das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa. Durante esse período, foram analisados 193 eventos, com uma amostra de cinquenta e duas empresas que, durante o espaço de tempo da pesquisa, apresentaram listamento e cotações na Bolsa. Com a amostra extraída e, após a coleta de dados e a constituição das variáveis *dummy*, foram realizadas regressões, por meio do método *least squares* - método dos mínimos quadrados. Os resultados empíricos indicaram que as alterações no preço da ação no dia e nos trinta dias após a divulgação do alerta da CVM de inadimplência são insignificantes à amostra. Desta forma, contribuiu-se para a hipótese de que os relatórios de inadimplência divulgados pela CVM não interferem nas decisões do mercado.

Palavras-chave: Atrasos. Inadimplência. Informações Financeiras. Mercado de Capitais

ABSTRACT

This study has investigated, through a study of events in the Brazilian stok market, whether the alert regarding the disclosure of information to investors developed by CVM during the period of January 2008 to July 2012 has had reflections in the price of stokes of Brazilian companies traded listed on the BM & FBovespa. During this period, 193 events were analyzed, with a sample of 52 companies during the period of this study showed a list and quotations from the stok market. With the sample and extracted and after the collection of data and creation of dummy variables, regressions were performed using the least squares method. The empirical results have indicated that the changes in the stock price on the day and within 30 days after the disclosure of the CVM warning of default are insignificant for a sample. Thus, this study contributes to the hypothesis that delinquency reports published by CVM does not interfere in the decisions of the market.

Keywords: Capital market. Delays. Delinquency. Financial information.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Janela de eventos 45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Total de eventos encontrados no período 40
Tabela 2 - Distribuição de frequência das empresas listadas na BM&FBovespa conduzidas à Economática.....41
Tabela 3 - Demonstrativo de empresas participantes da amostra 42
Tabela 4 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 03/01/2008 47
Tabela 5 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 03/07/2008 48
Tabela 6 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 09/01/2009 49
Tabela 7 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 02/07/2009 50
Tabela 8 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/01/2010 51
Tabela 9 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 01/07/2010 51
Tabela 10 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/01/2011 52
Tabela 11 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/07/2011 53
Tabela 12 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 05/01/2012 54
Tabela 13 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 02/07/2012 54
Tabela 14 - Resumo das empresas com influência ao evento 54
Tabela 15 - Empresas que figuram em mais de um evento 56

LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Mercadorias e Valores Futuros de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DMOL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do valor Adicionado
FASB	Financial Accounting Standard Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ITR	Informações Trimestrais
NBCT	Normas Brasileiras de Contabilidade
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC 1	Statementof Financial Accouting Concepts

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 12
1.1 Contextualização 13
1.2 Situação-Problema 15
1.3 Objetivos 16
1.3.1 Objetivo Geral 16
1.3.2 Objetivos Específicos 16
1.4 Delimitação do Tema 16
1.5 Relevância do Estudo 17
2 REVISÃO DA LITERATURA 18
2.1 Mercado de Capitais 18
2.1.1 A Infraestrutura do Mercado de Capitais Brasileiro 19
2.1.2 Ambiente Legal 20
2.1.3 Informações Contábeis no Mercado de Capitais 22
2.1.3.1 Demonstrações Financeiras 23
2.2 Governança Corporativa - Conceitos e Definições 24
2.2.1 A Governança Corporativa no Brasil 26
2.3 Teoria da Sinalização 27
2.3.1 A Teoria da Sinalização e Governança Corporativa 29
2.3.2 A Sinalização 31
2.3.3 Como Sinalizar 32
2.4 Teoria da Informação 33
2.4.1 A Assimetria Informacional 33
2.5 Eficiência de Mercado 35
2.5.1 A Evidência Empírica Semiforte no Mercado Brasileiro 36
3 METODOLOGIA 37
3.1 Delineamento da Pesquisa 37
3.2 Universo e Amostra 39
4 DA COLETA DOS DADOS 41
4.1 O Estudo dos Eventos 44
5 ANÁLISE DOS DADOS 47
5.1 Análise Descritiva 47
5.2 Dos Objetivos Específicos 55
6 CONCLUSÃO 57
REFERÊNCIAS 58

1 INTRODUÇÃO

O fortalecimento do mercado de capitais está condicionado a alguns aspectos, dentre os quais, mencionam-se: a informação, a transparência e a confiabilidade. Acerca disso, de acordo com Fama (1970) e Lima e Terra (2004), os mercados eficientes são aqueles em que os agentes participantes criam expectativas com relação aos preços, com a informação disponível sobre eventos em que podem preponderar os valores (preços) da ação negociada.

A Comissão de Valores Monetários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, com o objetivo de garantir aos participantes do mercado acionário maior transparência e confiabilidade na situação econômica-financeira e patrimonial das empresas de capital aberto, instituiu, em termos regulares, normas, regulamentos e pareceres técnicos sobre os dados e os prazos de entregas dos demonstrativos contábeis.

Muito embora se considere a relevância das demonstrações financeiras para o mercado de capitais, é discutível a sua eficiência: o mercado é dinâmico, enquanto que as informações assumem natureza estática. O prazo limite instituído pela CVM, para a entrega das demonstrações financeiras, evidencia, ainda mais, essa dicotomia.

Conforme as Instruções CVM 202/ 93 e CVM 351/01, as entidades estão obrigadas a divulgar suas Informações Trimestrais (ITR), no prazo de quarenta e cinco dias, após o término de cada trimestre; e suas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), no espaço de tempo de até três meses, após o final do exercício social. Tal espaço temporal - entre o fato gerador e sua divulgação - é avaliado como negativo, para o conteúdo informacional.

Nesse sentido, a Instrução Normativa CVM nº 480/2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos a negociações em mercados regulamentados de valores mobiliários, mais especificamente, o seu artigo 21 – das informações periódicas, torna obrigatório o envio à CVM das seguintes informações: formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP); formulário de Informações Trimestrais (ITR); Formulário de Referência, dentre outros documentos informacionais estabelecidos.

Dessa forma, quando ocorre o atraso do envio das referidas informações financeiras, por parte das companhias à CVM, esse órgão regulador emite,

semestralmente, o edital de inadimplência de empresas, no que se refere às informações.

Neste contexto, o presente estudo se propôs a investigar se o alerta de inadimplência (Editais), quanto à divulgação de informações emitidas aos investidores pela CVM, surte reflexos no preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa. Procurou-se, ainda, com esta dissertação, contribuir à literatura e colaborar para a eficiência de mercado do ambiente de capitais.

De contexto acadêmico, o estudo se constitui em capítulos, estruturados da seguinte forma: no capítulo II, apresenta-se o contexto que, primeiramente, caracteriza o cenário financeiro do mercado de capitais. Nesta etapa, encontram-se a situação-problema, a justificativa e os objetivos - geral e específicos. No capítulo III, revela-se a fundamentação teórica utilizada, enfatizando-se os seguintes temas: Mercados de Capitais; Governança Corporativa; Teoria de Sinalização; Teoria de Informação e Eficiência de Mercado. No capítulo IV, descrevem-se os procedimentos metodológicos utilizados para a construção desta dissertação. Na sequência, apresenta-se o capítulo V, em que se fundamentam a apresentação e a análise dos dados coletados. Finaliza-se, com as conclusões e referências bibliográficas.

1.1 Contextualização

O desenvolvimento deste estudo inicia-se, contextualizando o cenário brasileiro do mercado de capitais e a influência da informação contábil e o possível reflexo no preço da ação de companhias, que são notificadas pela CVM como inadimplentes, quanto à entrega de relatórios contábeis. Em seguida, são apresentados: a situação problema, os objetivos, a delimitação do tema da pesquisa e a relevância do estudo.

Um mercado de capitais é considerado eficiente, quando seus participantes precificam ativos baseados em toda a informação disponível sobre eventos que possam influenciar o retorno do ativo negociado no mercado de capitais (SCHIELL, 1996). Entretanto, e considerando-se determinantes, como: a falta de informações, de tempo, de habilidades e as dificuldades de acesso aos recursos que os agentes

têm encontrado, ao atuarem nesse mercado, configuram a deficiência em preencher o pré-requisito de um sistema eficiente de informações.

Fama (1976) pontuou que o preço de uma ação não é apenas um parâmetro de equilíbrio, entre oferta e procura, mas também, um indicador de avaliação que os agentes participantes do mercado de capitais fazem sobre o retorno esperado de uma ação. Ainda, se trata de uma forma de reflexo das informações disponíveis sobre a empresa e o mercado, em um determinado momento, o que, segundo Schiell (1996), a hipótese de mercados eficientes deve ter como pré-requisito, num sistema eficiente de informações.

Segundo Bio (1985), considera-se um sistema de informações eficiente aquele que está capacitado a identificar, a coletar, a processar e a divulgar dados relevantes, através de mecanismos ágeis, abrangendo diversos integrantes do mercado.

Dadas as inter-relações entre o mercado de capitais, sua importância para o desenvolvimento econômico e as informações indispensáveis procuradas pelos acionistas e pelos diferentes atores envolvidos, torna-se necessário mencionar o papel da contabilidade, nesse contexto.

De acordo com o FASB (*Financial Accounting Standard Board*), através do SFAC1 (*Statementof Financial Accounting Concepts*, 1978), o objetivo principal da contabilidade consiste em fornecer informações relevantes à tomada de decisões. Dessa forma, é percebida como um sistema de informação organizado e dinâmico, que auxilia no desenvolvimento e no fortalecimento do mercado de capitais, pela disponibilização de dados solicitados pelo mercado de capitais.

A evidenciação ou a divulgação das informações econômicas e financeiras auxilia a empresa a consolidar sua imagem institucional, promovendo a igualdade entre os interessados (*stakeholders*) e reduzindo e desestimulando contextos assimétricos de informação. Assim, as demonstrações contábeis e financeiras substanciam-se como elementos essenciais, na relação entre as empresas e o mercado de capitais.

Embora as demonstrações sejam essenciais ao mercado de capitais, existe uma dicotomia de natureza, na relação entre as informações e o mercado, pois, as primeiras são de natureza fixa, já o último se apresenta em constante movimento. Segundo as instruções CVM 202/1993 e CVM 351/2001, as empresas brasileiras de capital aberto ficam obrigadas à divulgação de Informações Trimestrais (ITR) e das

Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), bem como devem observar o prazo de divulgação das referidas Informações.

Como as Informações Trimestrais representam um instrumento de acompanhamento para os investidores sobre o andamento dos projetos da companhia e as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), objetivam apresentar, adequadamente, todos os aspectos fundamentais, sejam eles a posição patrimonial e/ou financeira das empresas.

Todavia, ao acompanhar os andamentos e o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais, é visível, a cada final de semestre, deparar-se - em meios de comunicação e em ambientes oficiais, tais como: o próprio site ou o Diário Oficial da União (DOU) - com editais de notificações da CVM, que sinalizam a inadimplência das companhias abertas em descumprir e/ou não observar os parâmetros das instruções normativas: Instrução Normativa - CVM 202/1993 e Instrução Normativa – CVM 351/2001 (Tratam das obrigatoriedades e prazos da divulgação de informações) e Instrução Normativa – CVM 480/2009 (Sobre o registro de emissores de valores mobiliários à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários), quanto ao envio e à divulgação de suas demonstrações financeiras.

Dado o contexto, este estudo visa investigar se o alerta de inadimplência (Editais), no que tange à divulgação de informações emitidas aos investidores pela CVM, surte reflexos no preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa.

1.2 Situação-Problema

Considerando-se a carência de estudos sobre o tema, esta pesquisa busca, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização e Mercados Eficientes, responder à seguinte questão:

O alerta de inadimplência (Editais), quanto à divulgação de informações emitidas aos investidores pela CVM, surte reflexos no preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa?

Sob o aspecto investigativo, o problema da pesquisa pretende verificar se a divulgação de um edital, pela CVM, exerce influência sobre o preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto.

1.3 Objetivos

Para responder à questão apresentada na seção anterior, propõem-se os seguintes objetivos para este trabalho.

1.3.1 Objetivo Geral

Identificar se o alerta de inadimplência, quanto à divulgação de informações emitidas aos investidores pela CVM, exerceu influência sobre o preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&Fbovespa, durante o período de janeiro de 2008 a julho de 2012.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Identificar, durante o período pesquisado, a existência da ocorrência entre as variáveis de aumento e/ou de redução do número de empresas listadas na Bolsa de Valores como inadimplentes, quanto à emissão e à divulgação das demonstrações financeiras e contábeis;
- Verificar qual o setor de atividade possui mais empresas listadas como inadimplentes, pela CVM;
- Reconhecer se acontecem repetições na amostra, ou seja, se uma empresa figura mais de uma vez como inadimplente, pela CVM.

1.4 Delimitação do Tema

Para este estudo, foram consideradas as companhias brasileiras de capital aberto relacionadas durante o período de janeiro de 2008 a julho de 2012, em editais de notificações da CVM como inadimplentes, quanto ao envio e à divulgação de suas informações financeiras (formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP); formulário de Informações Trimestrais (ITR); formulário de referências previstas pelas Instruções Normativas - CVM 202/1993; Instrução Normativa – CVM 351/2001 e Instrução Normativa - CVM 480/2009

1.5 Relevância do Estudo

Fama (1970) aborda que todos os mercados de capitais são eficientes e se diferenciam, em relação ao grau de eficiência. As pesquisas empíricas devem medir os efeitos de formação dos preços, como forma de reconhecer a que categoria o mercado está inserido, de maneira que a identificação da eficiência possa auxiliar os interessados no mercado de capitais, nas decisões e nas previsões de rentabilidades futuras. (FAMA, 1970).

Sob a ótica de desenvolvimento econômico e social no país, este estudo é importante, para detalhar como se encontra o nível de eficiência do mercado de capitais brasileiro. Conforme Camargos e Barbosa (2003), esse tipo de mercado ainda carece de estudos que contemplem a eficiência, em especial, após as mudanças de cenários econômicos, vindos com a estabilização econômica e monetária, ocorrida após os anos de 1994. Nesse contexto econômico, Forti, Peixoto e Santiago (2009) afirmam que, após a abertura financeira, houve um crescimento expressivo no valor das ações e dos volumes negociados em bolsa, em virtude da vinda de investidores internacionais.

Outro fator importante desse estudo focaliza a carência de pesquisas que busquem identificar e analisar os impactos que os alertas CVM exercem no mercado de capitais brasileiros e, em específico, sobre a precificação da ação. No âmbito acadêmico, permite ao autor ampliar seus conhecimentos em finanças e expandir o campo estudado.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Para compreender se o atraso na entrega das demonstrações financeiras, por parte das companhias brasileiras de capital aberto, exerce influência no comportamento dos preços das ações, são necessários a busca e o desenvolvimento de um embasamento teórico. Neste capítulo, apresentam-se as principais definições sobre o tema, partindo da definição de mercado de capitais até a abordagem sobre a assimetria informacional.

2.1 Mercado de Capitais

De acordo com Taffarel (2009), as empresas necessitam, de forma permanente, captar recursos para o financiamento de suas atividades, o que pode ocorrer por intermédio de capital de terceiros ou de capital próprio. A captação de recursos de terceiros envolve o endividamento, de curto e de longo prazo. Já o financiamento por meio de capital próprio pode ocorrer pela retenção de lucros, pelo aporte de capital dos sócios ou pela abertura de capital, com negociação de ações.

Ainda segundo Taffarel (2009), o mercado de capitais fornece os mecanismos de negociação, visando à captação de recursos para as empresas, por intermédio da oferta pública de títulos, que podem ser de propriedade, formados por ações ou por títulos de dívidas, denominados debêntures.

Na obra de Pinheiro (2008, p.130) o mercado de capitais é definido como:

> [...] um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

Gitman (2004, p. 21) explica que o mercado de capitais:

> [...] permite a realização de transações entre fornecedores e demandantes de fundos de longo prazo. [...] A espinha dorsal desse mercado é formada pelas várias bolsas de valores que ofereçam um local para a realização de negócios com obrigações e ações.

Assaf Neto (2005) defende que o mercado de capitais assume o papel de municiador permanente de recursos, em virtude da ligação que efetua entre os que

têm capacidade de poupança, ou seja, investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, como as empresas, por meio das operações que envolvem emissão e subscrição de ações. Entende-se, portanto, que o mercado de capitais é um elo entre investidores e empresas e muito contribui para o desenvolvimento econômico do país.

2.1.1 A Infraestrutura do Mercado de Capitais Brasileiro

> O Brasil é um dos países de economia em desenvolvimento que apresenta um dos mais altos níveis de renda per capita. Entretanto, seu contexto social é marcado por grande desigualdade, com quase 20% da população vivendo abaixo da linha da pobreza. Aproximadamente, 50% da renda nacional se concentram na parcela de 10% da população. (DALMÁCIO, 2009, p. 33).

Historicamente, Dalmácio (2009) retrata que o Brasil vivenciou, entre os anos de 1964 a 1985, o regime militar, retornando à democracia, em 1985. A partir do ano de 1990, ocorreu a abertura dos mercados à globalização. Em 2002, o processo eleitoral foi cercado por uma onda de escândalos e por uma crise de mercados, o que colocou o país em grande vulnerabilidade e em expressivas flutuações no fluxo de capitais.

A instabilidade eleitoral e política, associada à aversão ao risco de mercados internacionais, elevaram o prêmio de riscos dos títulos brasileiros - *bonds,* e as taxas de juros. Além disso, esgotaram-se as fontes de créditos internacionais para as empresas brasileiras. Embora os acontecimentos tenham gerado abalos, o país sobreviveu às mudanças políticas e eleitorais. O prêmio pelo risco dos títulos diminuiu significativamente e, com o advento do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva, novas políticas sociais foram implantadas, reformas tributárias foram implementadas e políticas não inflacionárias foram adotadas, o que desencadeou o crescimento econômico sustentável do país.

Segundo Dalmácio (2009), as empresas de capital aberto, no Brasil, possuem uma estrutura de propriedade e de controle muito concentradas, o que ocasiona um potencial limitado para aquisições hostis (*takrovers*), em virtude da grande concentração de controle acionário e a emissão de duas classes de ações (ordinárias e preferenciais). Os principais conflitos de governança, associados ao clássico problema de agência, consistem entre os acionistas majoritários e minoritários.

Para Sheleifer e Vishny (1997), o mercado de capitais brasileiro é caracterizado por um ambiente de fraca proteção, evidenciando que os problemas de governança mais relevantes, no Brasil, decorrem da carência de proteção dos direitos dos acionistas minoritários, seguidos de um fraco funcionamento dos conselhos de administração (*boads*). Entretanto, quando se trata sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro, estudos de Forti, Peixoto e Santiago (2009), sinalizaram uma identidade do tipo semiforte; que, contudo, não admitiram ser eficiente.

2.1.2 Ambiente Legal

O contexto legal do Brasil é composto por leis que orientam a estrutura e o funcionamento do mercado de capitais, bem como as questões de governança corporativa. Nesse âmbito, encontram-se as normas: Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76); Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76, alterada pelas leis 10.303/01, 11,941/09) e a Lei de Falências (Lei 11,101/05), complementadas por instruções e/ou resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central e BM&FBovespa.

A Lei que criou a CVM (Lei 6.385/76) e a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de capitais e a atuação de seus protagonistas, classificando-os em companhias abertas, intermediários financeiros, investidores, além de outros agentes, cujas atividades giram em torno do universo dos valores mobiliários.

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76) dispõe (disciplina) sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação de diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias do mercado de capitais brasileiro.

Como forma de disciplinar o mercado de capitais, coube à CVM as seguintes matérias: registro de companhias abertas; registro de distribuições de valores mobiliários; credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários; organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; suspensão ou

cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores;

De acordo com a norma (Lei 6.385/76), a CVM exercerá suas funções, a fim de:

a) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
b) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
c) evitar ou coibir modalidades de fraude ou de manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço de valores mobiliários negociados no mercado;
d) assegurar o acesso do público às informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido;
e) garantir a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
f) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
g) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Segundo Dalmácio (2009), a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) oferta regras fundamentais, que buscam estabelecer a estrutura básica (forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, contabilidade) e a operacionalidade das empresas (públicas e privadas). Posteriormente, em 2001, a Lei 10.303/01, trouxe como objetivo favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais brasileiro, o que, para Dalmácio (2009), contribuiu significativamente para as mudanças, quanto às práticas de governança corporativa, no Brasil.

Em 2007, entrou em vigor a Lei 11.638/07, que alterou e revogou os dispositivos da Lei das Sociedades por ações – Lei das S/A. Essa norma buscou estabelecer, para as sociedades de grande porte, disposições relativas à elaboração e à divulgação das demonstrações financeiras, no contexto de internacionalização da contabilidade. Dalmácio (2009), ainda, diz que essas alterações na Lei das S/A

permitiram uma aproximação ao padrão internacional do IFRS (*International Financial Reporting Standard*) - requisito considerado, pela CVM, como obrigatório para as companhias de capital aberto, a partir de 2010.

A nova Lei de Falências (Lei 11.101/05) pretendeu disciplinar a recuperação judicial, extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Dalmácio (2009) afirma que a principal inovação dessa lei foi a instituição da recuperação judicial e extrajudicial, em substituição à concordata, trazendo como possibilidades e, dentre muitas vantagens, a gestão compartilhada e a reestruturação de empresas economicamente viáveis, que estivessem enfrentando dificuldades momentâneas e a correção dos interesses dos credores.

2.1.3 Informações Contábeis no Mercado de Capitais

Schiehll (1996) menciona que, ao longo da história da contabilidade, vários estudos foram desenvolvidos utilizando a variação do preço das ações, como forma de analisar o impacto de uma determinada informação ou um evento. Dentre estes estudos, destacam-se, como cita Schiehll, os de Ball e Brown (1968), Foster et al. (1986), Cready (1988) e Holthausen e Verrecchia (1990).

Informações Contábeis, segundo Beaver (1968 apud SCHIEHLL, 1996) consistem em uma mudança de expectativa, em relação ao resultado de um evento. Na área contábil, a informação não deve apenas proporcionar alteração nas expectativas dos investidores, mas, deve ser suficientemente grande para induzir a uma modificação do comportamento, em relação à decisão a ser tomada.

Já Yamamoto e Salotti (2006) explicam que a informação contábil é entendida como a que modifica o conhecimento de seu usuário, no que se refere à empresa, compreendendo aspectos econômico-financeiros, físicos e de produtividade.

Segundo Oliveira et al. (2010, p.2), o Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em 2008, definiu que o objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeiras da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários, em suas avaliações e suas tomadas de decisão econômica.

Assim, de acordo com Taffarel (2009), para que as informações geradas, a partir dos relatórios financeiros, assumam características de relevância, devem

reduzir o nível de incerteza, em relação à decisão a ser tomada, como por exemplo, no desempenho financeiro da empresa.

Sabe-se ainda, que, embora as decisões reflitam expectativas dos acionistas e dos credores sobre o desempenho futuro da empresa, elas são baseadas, geralmente, ou pelo menos, em parte, em avaliação de desempenho passado da empresa.

Nesta linha de pensamento, já em 1968, Ball e Brown afirmam que o lucro de uma empresa possui a tendência de se mover na mesma direção que o retorno médio do mercado e que uma parcela média desta variação pode ser associada a efeitos macroeconômicos. Dessa forma, Schiell (1996) explica que parte da variação no lucro de uma empresa, entre um período e outro, pode ser prevista - ou estimada - a partir da variação ocorrida no retorno do mercado.

Em síntese, os trabalhos de Ball e Brown (1968) apresentaram que, em anos anteriores ao período a ser estimado, o lucro de uma empresa apresentou correlação significativa com o retorno médio do mercado. Então, o conhecimento dessa relação, juntamente com a identificação das variações no retorno atual do mercado, permitem a estimativa condicional do lucro da empresa sob análise e, consequentemente, um valor esperado para o retorno de sua ação.

2.1.3.1 Demonstrações Financeiras

Em conformidade com as ideias de Taffarel (2009), as demonstrações financeiras - ou demonstrativos contábeis - constituem uma evidenciação econômica e financeira do patrimônio de uma organização, em certo momento. Neste sentido, a Deliberação CVM Nº. 488/05 estabelece que as demonstrações contábeis consistem em uma representação monetária estruturada da posição patrimonial e financeira, em determinada data e das transações realizadas, durante o período findo.

Segundo a deliberação da CVM de nº 539, de 14 de março de 2008, as demonstrações contábeis são preparadas e apresentadas para usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades distintas e necessidades diversas. Conforme as Normas Brasileiras de Contabilidade NBCT 1, as demonstrações contábeis buscam satisfazer às necessidades comuns da maioria dos seus usuários, tais como: decidir quando comprar, manter ou vender um investimento em ações; avaliar a administração, quanto à responsabilidade que lhe tenha sido conferida,

como a qualidade de seu desempenho e a prestação de contas; avaliar a capacidade da entidade de pagar seus empregados e proporcionar-lhes outros benefícios; avaliar a segurança, quanto à recuperação dos recursos financeiros emprestados à entidade; determinar políticas tributárias; estabelecer a distribuição de lucros e dividendos.

Taffarel (2009) explica que as entidades podem se enquadrar em diversos tipos de sociedades, assim caracterizando as companhias ou sociedades por ações, que apresentam como característica principal a divisão de seu capital em ações, podendo ser de capital aberto ou fechado. Neste mesmo raciocínio, Taffarel (2009) ressalta que:

> As empresas de capital aberto, as que possuem capital (ações, debêntures e outros títulos) negociados em mercado de valores mobiliários, também denominado mercado de capitais, são regidas, no Brasil, basicamente, pela Lei 6.404/76 e devem possuir registro junto à CVM. (TAFFAREL, 2009, p. 42).

O artigo 4º da Lei 6.404/76 e suas modificações e alterações posteriores, estabelecem que "[...] a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários". Já o artigo 176 especifica que as companhias de capital aberto devem elaborar e publicar, periodicamente, os seguintes demonstrativos contábeis: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e Demonstração do valor Adicionado (DVA). (BRASIL, 1976).

2.2 Governança Corporativa - Conceitos e Definições

Segundo Silveira (2005), entende-se por governança corporativa como o conjunto de práticas, de princípios e de valores associados ao governo das empresas e aos seus processos decisórios, que visem garantir aos fornecedores de recursos o retorno sobre seu investimento.

Os fornecedores de recursos são os credores e os acionistas predispostos a injetarem recursos na empresa, conforme a estrutura de proteção contra a expropriação, por parte de gestores, de acionistas e de controladores, aludindo,

essencialmente, a questões de ordem legal, organismos diretivos, matriz social e arranjos de controle. (SILVEIRA, 2005).

De forma mais objetiva, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2005) define governança corporativa como um "sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria e Conselho Fiscal". Ressalta, sobretudo, a preocupação com as inter-relações entre os agentes integrantes da estrutura empresarial.

Nesse sentido, o conflito de agência e a assimetria informacional são tratados por Custódio et al. (2006), como referenciais científicos apresentados com a pretensão de fortalecer a compreensão da governança corporativa, no campo da contabilidade. Por isso, uma das questões centrais da governança corporativa é, em sentido amplo, garantir a harmonia de anseios, envolvendo o zelo pela *performance* da empresa, o controle dos planos e das operações e a perpetuidade do negócio.

Assim, diante da preocupação com as inter-relações, os estudos sobre governança corporativa citam a dualidade do papel do presidente da companhia com o papel de presidente do Conselho, como uma característica relacionada à governança corporativa. Fama e Jensen (1983) destacam a importância da separação do papel de presidente da companhia e de presidente do conselho, a fim de que, de fato, o conselho possa monitorar as atividades da gerência e que não haja a existência de uma chamada *personalidade dominante*, influenciadora nas decisões do conselho.

Deste modo, a governança corporativa constitui-se como um complexo de medidas utilizado para dirigir, monitorar, controlar e proteger as inter-relações entre os integrantes da estrutura empresarial, bem como, reduzir as imperfeições da legislação societária. Para tanto, Lodi (2000) pontua que, em especial, quando aplicada ao mercado de capitais, a prática da governança precisa revestir-se de quatro importantes pilares: 1) *Fainers;* 2) *Disclosure*; 3) *Accontability*; 4) *Compliance*.

> - *Fairness:* traduzida como senso de justiça e de equidade para com os acionistas minoritários contra transgressões de majoritários e gestores;
> - *Disclosure:* usualmente chamada de transparência, como dados acurados, registros contábeis fora de dúvida (princípio da evidenciação) e relatórios entregues nos prazos combinados;
> - *Accontability:* responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões dos negócios.
> - *Compliance:* obediência e cumprimento das leis do país. (LODI, 2000, p.19).

Portanto, a preocupação da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivo, como de monitoramento, de maneira que assegurem que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com os interesses dos acionistas.

Segundo o IBGC (2004), a empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras: a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. Cabe ao Conselho de Administração, o exercício fiel de seu papel, estabelecendo estratégias à empresa, elegendo e destituindo o principal executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo uma auditoria independente.

Segundo esse Instituto, a ausência de conselheiros qualificados e de bons sistemas de governanças corporativas, tem levado as companhias a fracassos decorrentes de:

a) abuso de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros);
b) erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal);
c) fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesse). (IBGC, 2004).

2.2.1 A Governança Corporativa no Brasil

Com o advento da abertura da economia brasileira, na década de 1990, Dalmácio (2009) observa que investidores estrangeiros começaram a participar, em maior proporção, no capital das empresas brasileiras. Oligopólios, empresas gerenciadas e controladas exclusivamente pela família, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração figurativos cederam espaço aos investidores mais ativos, à maior dispersão do controle acionário, ao foco na eficiência econômica e na transparência na gestão.

Garcia (2005) salienta que as companhias nacionais, ao listarem ações nas bolsas americanas, foram obrigadas a seguir várias regras, impostas pelas *Securities and Exchange Commission* (SEC) - órgão regulador do mercado de capitais americano - definidas pela observação dos aspectos contábeis, da

transparência e da divulgação de informações - princípios da governança corporativa.

Desse modo, as empresas brasileiras passaram a ter maior contato com práticas mais avançadas, em relação aos investidores, aos analistas de mercados e aos acionistas minoritários, o que obrigou as empresas brasileiras a aperfeiçoarem suas políticas e suas práticas de divulgação de informações.

Outro fator que contribuiu para o aprimoramento das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras foi a ocorrência das privatizações. Conforme Garcia (2005), o processo de privatização dos anos de 1990 resultou, em muitos casos, em especial, no surgimento de grandes empresas privatizadas, cujo controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais.

Segundo o IBGC (2004), com a necessidade de adoção de boas práticas de governança, em 1999, foi publicado o primeiro código sobre governança. O instrumento trazia, inicialmente, orientações sobre o conselho de administração e sua conduta esperada.

Para Custódio et al. (2006), no Brasil, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou o documento “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, no intuito de compilar as melhores práticas de governança, existentes nos grandes centros capitalistas do mundo. Embora a cartilha não possuísse força de lei, passou a constituir-se como uma valiosa ferramenta de referência às empresas. (CUSTÓDIO et al., 2006).

Entretanto, apesar do aprofundamento nos debates sobre governança e da crescente pressão para adoção das boas práticas, o IBGC (2004) aborda que o perfil de governo corporativo, no Brasil, ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição, entre a propriedade e gestão, caracterizando uma governança corporativa dicotômica, estando ligada substancialmente, às aspirações e às diferenças, que fazem querer ser uma pequena empresa ou um competidor global.

2.3 Teoria da Sinalização

De acordo com Dalmácio (2009), a teoria da sinalização se envolve com os problemas de assimetria informacional nos mercados de capitais e procura demonstrar como a mesma pode ser reduzida, com a sinalização de mais

informação. Akerlof (1970) afirma que, quando existe assimetria informacional entre os agentes envolvidos no mercado, ocorre o comprometimento do volume de negócios realizados no mercado, tendo em vista o ambiente de incerteza, em que o comprador não pode identificar e diferenciar produtos bons de ruins, acarretando uma provável inexistência de negociação.

Deste modo, Milgron e Roberts (1992) citam que, em uma situação em que uma ponte de transação tem uma informação que a segunda parte não tem, esta fará o que for possível para conseguir alguma parte ou o total do dado relevante. Logo, a sinalização é uma tentativa, por parte de certos indivíduos, de comunicar suas informações privadas, de um modo crível.

Inicialmente, a teoria da sinalização foi desenvolvida para explicar problemas de informação, no mercado de trabalho, tendo suas aplicações em áreas, como: finanças, marketing, auditoria, comércio internacional. (SPENCE, 1973).

O trabalho inicial de Spence (1973) define os sinais de mercado como atividades ou atributos dos agentes envolvidos, num sistema qualquer, no qual estruturas ou mudanças alteram as crenças e emitem informações a outros atos. No entanto, Spence (1973) menciona que a sinalização funciona somente se os custos forem suficientemente diferentes entre aqueles que enviam sinais.

A teoria da sinalização de Spence (1973) evidencia a educação como um mecanismo de discriminação, num contexto de informações assimétricas, capaz de alterar crenças e transmitir informações a outros indivíduos.

Dalmácio (2009), em seus estudos, demonstra que as empresas, com o intuito de atrair novos investidores e captar recursos, acenaram para o mercado (para analistas e investidores), por meio de mecanismos e de práticas diferenciadas de governança corporativa, que elas podem oferecer retornos e apresentar boas oportunidades de investimentos, além de comunicar e assegurar, aos interessados, a credibilidade informacional.

Com isso, as boas empresas (que utilizam práticas diferenciadas de governança) podem oferecer tal garantia, enquanto as empresas *ruins* não o fazem. Por esse viés, as companhias que adotam práticas diferenciadas de governança podem se distinguir das outras no mercado de capitais e viabilizar que os investimentos aconteçam. (DALMÁCIO, 2009).

Schleifer e Vishny (1997, p. 738) falam que ‘’mecanismos de governança corporativa são as instituições econômicas e legais que podem ser alteradas, por

meio de processo político, às vezes, para melhor''. A afirmativa é consistente, tratando a ideia de que a governança pode ser uma forma de sinalização no mercado de capitais, visto que, segundo Dalmácio (2009), as empresas são quem modificam ou aperfeiçoam os mecanismos e as práticas de governança e os tornam visíveis, com o objetivo de comunicar algo à outra parte (analistas de mercados e/ou investidores).

Neste contexto, de acordo com a teoria da sinalização, os mecanismos e as práticas diferenciadas de governança corporativa representam sinais da empresa que são comunicados ao mercado, podendo influenciar ou alterar a distribuição de probabilidade dos analistas e/ou dos investidores. No entanto, Dalmácio (2009) afirma que, para emitir esses sinais ao mercado, a empresa incorre em custos de sinalização, pois, a adoção de mecanismos e de práticas diferenciadas de governança corporativa custa caro. Porém, "[...] existe a expectativa de que os benefícios (atrair novos investidores), com a emissão de sinais, sejam superiores aos custos incorridos." (DALMÁCIO, 2009, p. 35).

A afirmação otimista de Lopes (2008) aponta que as empresas optarão por adotar arranjos de governança superiores, quando os benefícios (acesso a fontes externas de capital para financiar oportunidades de crescimento) forem maiores que os custos. Dalmácio (2009), por sua vez, considera sinalização como toda a ação praticada por uma parte informada (empresa), para revelar à parte desinformada (investidores e analistas), informações particulares.

2.3.1 A Teoria da Sinalização e Governança Corporativa

Segundo Spence (1973), uma gama de fenômenos pode ser considerada relevante para o mesmo aparato conceitual básico da teoria da sinalização. Portanto, estudos de Dalmácio (2009) sobre a perspectiva da teoria da sinalização, consideraram que a governança corporativa representa um sinal emitido pelas empresas ao mercado de capitais, capaz de influenciar a acurácia das previsões dos analistas de investimentos do mercado brasileiro.

Para Dalmácio (2009), pela ótica da teoria da sinalização, é necessário situar os investimentos realizados por investidores num ambiente de incertezas, pois, ele desconhece as capacidades produtivas de uma empresa, antes do momento de seu investimento. Vale concordar que "o fato de que essas capacidades não são

conhecidas previamente, faz com que a decisão de investimento seja tomada, então, sob condição de incerteza.” (DALMÁCIO, 2009, p. 26).

De acordo com Spence (1973), investir numa empresa é o mesmo que apostar na loteria. Significa que o investidor não consegue observar o produto marginal antes da compra e/ou do investimento e que, por isso, tende a investigar e a observar as características e os atributos da empresa, dentre os quais:

> [...] resultados financeiros, econômicos e operacionais passados, informações sobre liquidez, rentabilidade, endividamento e valor de mercado, tamanho, ramo de atividade, produtos, número de filiais e de empregados, setor de atuação*, market share*, práticas diferenciadas de governança corporativa, dentre outros. (DALMÁCIO, 2009, p. 26).

Logo, assim como para Dalmácio (2009) e para Spence (1973), identificar essas características e atributos devem determinar a avaliação da *loteria* que está sendo adquirida pelo investidor. Todavia, ressalva-se que, no mercado de capitais, na maioria das vezes, quem acompanha e efetua as análises, as interpretações das características e dos atributos disponíveis aos investidores são os analistas de mercado, que atuam como intermediários financeiros e redutores assimétricos de informação, na escolha das decisões de investimentos. (MARTINEZ, 2004a; 2004b; DALMÁCIO, 2009).

Além dessas características e dos atributos observáveis que podem indicar o investimento, Spence (1973) examina uma distinção entre sinais e índices. Dentre os atributos individuais e observáveis que constituem a imagem apresentada pela empresa ao mercado, algumas são imutáveis, enquanto que, outras, são modificáveis.

A exemplo de atributo modificável, as práticas diferenciadas de governança corporativa (nível de *disclousure*, direito dos acionistas, estrutura de propriedade e controle) são áreas nas quais a empresa pode investir, mediante certo custo. Desse modo, Spence (1973) classifica os atributos que não podem ser mudados (imutáveis) como índices, reservando o termo sinal para aquelas características associadas às empresas e sujeitas à manipulação, por elas mesmas.

Assim, Dalmácio (2009) afirma que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, de acordo com a teoria da sinalização, pode representar um sinal positivo da empresa, quando emitido e comunicado ao mercado de capitais, podendo modificar a distribuição de probabilidade dos analistas e/ou dos

investidores desse mercado. Também que, para a emissão desse sinal ao mercado, a empresa incorre em custos de sinalização. Entretanto, existe a expectativa de que os benefícios (atrair novos investidores) com a emissão do sinal sejam superiores aos custos incorridos. (DALMÁCIO, 2009).

Em resumo, Dalmácio (2009) preconiza que os sinais e os índices devem ser vistos como parâmetros observáveis, no processo de mudança das distribuições de probabilidade condicional, que definem as crenças dos analistas de investimento e consequentemente, dos investidores que utilizam as previsões e as recomendações dos analistas.

2.3.2 A Sinalização

Sabe-se que a assimetria de informações está presente no cotidiano das pessoas e é responsável pelos diversos arranjos existentes na sociedade. Todavia, a sinalização de mercado é uma forma que os agentes econômicos desenvolveram para equacionar o problema de mercado com a assimetria informacional e fazer com que funcionem melhor, num mecanismo utilizado pelas companhias de capital aberto para emitir e para transmitir informações sobre a qualidade de um bem ou um serviço, aos demais agentes interessados.

Baseada na obra de Spence (1973), a sinalização - ou teoria da sinalização - busca reduzir o grau de informações assimétricas existentes entre o principal e o agente. Seus estudos defendem que, a um certo custo, a sinalização contribui na redução de imperfeições de mercados, como por exemplo, a assimetria do tipo seleção adversa. Mais tarde, Leland e Pyle (1977), Ross (1977) e Bhattacharya (1979) utilizaram seu modelo para verificar eventos ocorridos no mercado financeiro, como o pagamento de dividendos e os ganhos de capital, por parte dos acionistas.

A sinalização - ou teoria da sinalização - visa explicar os efeitos dos anúncios do recompra sobre o mercado acionário. Segundo Nascimento, Galdi e Nossa (2011), esse efeito tende a duas interpretações:

a) positiva: numa sinalização positiva, os investidores entendem que os gestores esperam bons retornos futuros ou que o preço da ação está subavaliado;

b) negativa: de forma negativa, os investidores avaliam a possibilidade de bons investimentos como esgotada.

Neste sentido, as afirmativas indicam o fato de o valor das companhias aumentar, quando a data de anúncio de recompra das ações se aproxima, o que confirma a hipótese de sinalização para o mercado. Outro argumento, citado pelos estudos de Lakonishok e Vermaelen (1990), aponta que a recompra de ações confirmadas pela via *tender offer,* possui relação positiva, pois, com preço, quantidade e prazos certos definidos para recompra, são aceitos, positivamente, pelo mercado financeiro, o que dá suporte à hipótese de sinalização.

A recompra de ações irá funcionar como sinalizador negativo, a partir do momento em que o mercado acionário interpretar que a companhia está sem boas e razoáveis opções de investimentos, ou quando ela revelar um prêmio, no caso da modalidade de *self-tender offer*, em que o valor exceda, em demasia, o valor de mercado das ações, sendo obrigada a honrar a compra com o preço divulgado, acarretando, com isso, a redução do valor dos dividendos.

2.3.3 Como Sinalizar

A sinalização no mercado de capitais pode representar um elemento importante, uma vez que as empresas tendem a refletir ao mercado (investidores, analistas e credores) informações que possibilitem aos demandantes de sinais, uma capacidade de diferenciação para auxiliar nas decisões de investimentos, considerando as condições de incerteza.

Para Spence (1973), a interpretação dos sinais dependerá da expectativa que os demandantes possuem, no que se refere à permanência da empresa no mercado; ou seja, se o investidor acreditar que a empresa se manterá no mercado, gerando retornos, por longo espaço de tempo, valerá a pena investir; caso contrário, não.

Outra alternativa que Spence (1973) apresenta trata da confiança do analista nas informações que são divulgadas pela empresa e se identificam boas oportunidades de investimentos. Caso elas sejam positivas, valerá acompanhá-las; do contrário, não. Desse modo, as companhias continuariam a investir nas

habilidades de comunicação ao mercado, devido à eficácia obtida pelos conteúdos dos sinais emitidos.

Contudo, Dalmácio (2009) aponta que, se houver uma baixa permanência da empresa no mercado, existirá a possibilidade de baixa probabilidade na eficácia do sinal emitido, pois, não impactará sobre as probabilidades condicionais dos analistas e investidores.

2.4 Teoria da Informação

Informação, no contexto do mercado acionário, refere-se à produção e à disseminação de informação ou de fatos relevantes a empréstimos e expectativas, sobre os retornos dos ativos financeiros. Assim, a informação, nesse tipo de mercado, é uma das principais matérias-primas do mercado financeiro. (NAIK, 2001). Ela permite que o investidor direcione investimentos, com base em dados estimativos de rendimentos futuros, apresente o tamanho dos riscos e sua mitigação para o mercado e auxilie na formação de cenários futuros, que indicarão novos investimentos e, portanto, a captação de novos recursos para as companhias.

No entanto, quando um dos agentes econômicos envolvidos no mercado financeiro dispõe de conhecimentos insuficientes sobre a outra parte envolvida, acarretando em dificuldades de decisões, depara-se com o que se chama, no mercado de capitais, de informações assimétricas. Na próxima seção desta pesquisa, busca-se identificar a origem desse evento e demonstrar como ele pode ocorrer, no mercado acionário.

2.4.1 A Assimetria Informacional

Pela Teoria Econômica da Informação, a assimetria da informação, por sua vez, tem origem na racionalidade limitada dos agentes econômicos. Akerlof (1970) realizou estudos que evidenciavam sua presença entre compradores e vendedores. Em sua obra, *The Market for Lemons*, comprova a existência da assimetria informacional, utilizando o mercado automobilístico como exemplo. Constatou a existência de diferença significativa de preços, entre carros novos e usados, devido ao conceito ou à ideia formados pelo proprietário, quando adquire o produto. O

vendedor não irá revelar qualquer informação que deprecie o valor do bem que está oferecendo à venda, permitindo reconhecer a assimetria da informação.

Também para Farina et al. (1997), a assimetria informacional ocorre quando uma das partes (agente) envolvidas em uma transação econômica possui anteriormente ou adquire alguma informação - privada, comprometedora e privilegiada - que possa lhe garantir ganhos, se omitida entre o período de assinaturas e de vigência do contrato, sendo necessário ao outro ator (principal), incorrer em custos significativos, para acessar ou adquirir tais informações.

Resumidamente, Carrera-Fernandez (2009) define assimetria informacional - ou informação assimétrica - como a situação em que os agentes econômicos dos dois lados do mercado, ao transacionarem um certo bem ou um serviço, possuem informações diferentes. Nesse contexto, um atraso de relatórios contábeis contribuiria para uma assimetria informacional, pois, o investidor deixaria de ter informações relevantes a respeito da empresa, contrariando toda uma tendência mundial que busca transparência.

Assim, em um mercado em que o grau de assimetria informacional é elevado, o sistema econômico funciona com deficiências e as incertezas regem a relação entre os seus agentes. Consequentemente, a presença de assimetria de informação leva os problemas que Carrera-Fernandez (2009) apresenta como: seleção adversa e risco moral.

Entende-se por *seleção adversa*, como uma ação oportunista, do tipo pré-contratual, ou seja, o ato que se dá antes da efetivação de uma determinada transação, sendo que um dos atores negociantes age na omissão da informação comprometedora, que possa impedir a concretização contratual. (CARRERA-FERNANDEZ, 2009).

Pode-se, também, compreender por seleção adversa o que Farina et al. (1997) abordam como um comportamento pré-contratual, em que terá como resultante a escola ou a contratação ineficiente de um bem ou um serviço, em virtude de imperfeições informacionais. Já *risco moral* é conceituado como a manifestação da ação oportunista, durante a vigência ou após a contratação, ou seja, é o que Farina et al. (1997) definem como o oportunismo *ex-post* – verifica-se a existência de um comportamento antiético, durante a execução de um contrato.

Diante das possibilidades de ocorrências de ações oportunistas, é interessante citar a necessidade de monitoramento constante pronunciado por

Zylersztajn (1995). Os demonstrativos contábeis e financeiros das companhias devem ser acompanhados de forma constante, a fim de que se diminuam as ocorrências desses problemas.

2.5 Eficiência de Mercado

De acordo com Fama (1970), um mercado é eficiente quando as informações disponíveis são refletidas rapidamente no preço dos ativos financeiros. Para Jensen e Meckling (1978), a eficiência de mercado acontece quando os investidores não conseguem obter ganhos extras com as informações disponíveis. No momento em que uma empresa deixa de apresentar seus relatórios à CVM, é suprimida do conhecimento do investidor uma informação importante, acerca de um eventual ganho em seus lucros, ou ainda, uma perda.

Brealey e Myers (2005) tratam do relatório de lucros de uma empresa, o que denominam como *puzzle* do relatório de lucros. Segundo suas observações, ao divulgarem lucros muito altos, ou mesmo baixos, o desempenho do preço dos ativos não sofre efeitos imediatos, e sim, vai, aos poucos, redefinindo o preço real do ativo, de acordo com o surgimento de novas informações.

Assim, a Hipótese de Mercados Eficientes (HEM) está baseada na afirmação de que o preço de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da empresa que emitiu as novas informações que afetarão sua cotação. O pressuposto é que não existe padrão sistemático para a mudança de comportamento, nos preços e nos retornos, já que o mercado de capitais se ajusta, diante do surgimento de uma nova informação em atraso.

Perobelli (2000) aborda que, se houvesse algum padrão recorrente, os agentes poderiam utilizá-lo para previsões de comportamentos futuros. Por meio desse cenário, Camargos e Barbosa (2003) afirmam que o conjunto de informações disponíveis em t será totalmente refletido no preço do ativo em $t + 1$ e os agentes tomam decisões racionais, baseadas nas informações disponíveis.

Nessa esteira conceitual, Fama (1970) colabora, quando afirma que, em um mercado eficiente, os preços dos títulos se ajustam rapidamente, a partir do conjunto de informações disponibilizadas, impossibilitando a obtenção de retornos anormais.

2.5.1 A Evidência Empírica Semiforte no Mercado Brasileiro

Segundo Fama (1970, 1991), na Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), em sua forma semiforte, os preços refletem, de forma imediata, tanto o histórico passado, como todas as informações divulgadas publicamente pelas empresas, isto é, as informações presentes. Logo, as informações publicamente disponíveis já precisam estar refletidas no preço da ação.

Historicamente, Torres, Bonomo e Fernandes (2002), ao testarem a forma fraca de eficiência, encontraram indicações de que o mercado acionário brasileiro era mais ineficiente que o mercado americano, porém, apontaram que essa ineficiência foi reduzida, ao longo do tempo.

Mais à frente no tempo, Belo e Brasil (2006) investigaram a eficiência semiforte do mercado de capitais brasileiros e sua assimetria informacional, na convocação para Assembleia Geral Ordinária (AGO). Constataram a existência de assimetria informacional e a inexistência da eficiência semiforte de mercado. Mas, as investigações de Forti, Peixoto e Santiago (2009) - em como seria a eficiência do mercado de ações brasileiro, sobre a forma de levantamentos de pesquisas por diversos autores nacionais e publicadas nos melhores congressos do país - identificaram certo equilíbrio, entre trabalhos que aceitam (42%) e que rejeitam a HEM (58%), na sua forma fraca. Todavia, a compilação realizada não encontrou nenhum trabalho que rejeite a HEM, na forma semiforte. Em contrapartida, alertam, que não se pode inferir que o mercado de ações brasileiro seja eficiente, em sua forma semiforte. (FORTI; PEIXOTO; SANTIAGO, 2009).

Por conseguinte, com base nos estudos realizados, é possível visualizar que o mercado de ações brasileiro não possui eficiência em sua plenitude, indicando que, segundo Forti, Peixoto e Santiago (2009), essas ineficiências podem ser um dos fatores que expliquem a volatilidade da BM&FBOVESPA.

3 METODOLOGIA

Baseado no referencial teórico apresentado anteriormente, este capítulo aborda o método utilizado no presente estudo, tratando do delineamento da pesquisa, do universo e da amostra, da coleta e da seleção de dados e, por fim, do tratamento dos dados. Kaplan (1975, p. 26), quando discorre sobre o objetivo da metodologia, afirma que: “O [...] objetivo da metodologia é o de ajudar o investigador a compreender, nos mais amplos termos, não só os produtos da pesquisa científica, mas o próprio processo.”

Richardson (2008) comenta que a metodologia é um conjunto de procedimentos e de regras utilizados por determinado método, ou seja, é o caminho da ciência, em direção ao objetivo. A metodologia aplicada nesta pesquisa se volta ao alcance dos objetivos, sendo classificada como descritiva e explicativa; quanto aos procedimentos técnicos, utiliza-se o método de Estudo de Eventos.

3.1 Delineamento da Pesquisa

No momento em que se delineia um estudo, torna-se necessário descrever o tipo de pesquisa e o quê ela irá tratar, pois, somente desta maneira o investigador poderá definir o plano de coleta, de tratamento e de análise dos dados. Segundo Marconi e Lakatos (2002), o método científico é um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com segurança e economia, permitem ao pesquisador alcançar o objetivo, reconhecendo conhecimentos válidos e verdadeiros, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

Gil (1996) afirma que cada pesquisa possui um delineamento próprio e peculiar, determinado pelo objeto de investigação, que depende da solução que o investigador busca para o problema; já os objetivos propostos devem sempre ir ao encontro da solução desses questionamentos.

Este estudo caracteriza-se, no que tange aos objetivos, como descritivo, pois, procura descobrir se o alerta de inadimplência, quanto à divulgação de informações emitido aos investidores pela CVM, surte reflexos no preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa. Para Gil (1996), esse tipo de pesquisa tem como objetivo primordial a descrição das características de uma população ou um fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis.

Considerando a problemática desta pesquisa, o presente trabalho se classifica como aplicado, visto que se projeta, para aplicar suas descobertas sobre um problema específico. Segundo Collis e Hussey (2005), denomina-se como uma pesquisa aplicada, o estudo que se projeta para aplicar suas descobertas sobre um problema específico.

Em relação aos procedimentos, trata-se de uma pesquisa documental, já que utilizou dados disponibilizados em um banco de dados públicos (banco de dados da CVM) e foram analisados através do método de estudos de eventos, auxiliados por testes estatísticos. Marconi e Lakatos (2002) discorrem sobre a pesquisa documental, definindo-a como aquela que utiliza como fonte de dados os arquivos públicos, bases de dados estatísticos, dentre outros.

O método de estudos de eventos é a maneira pela qual é possível medir o efeito de um determinado evento econômico, no valor de uma determinada empresa. Campbell, Lo e Mackinley (1997) definem o estudo de evento como o método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico, no valor de uma determinada empresa.

Segundo Damodaran (2001), os testes mais relevantes da eficiência de mercado são os estudos de eventos em que a reação do mercado a eventos informativos tem sido analisada à procura de evidências de ineficiência. A metodologia de estudo de eventos, através do uso de variáveis *dummy,* permite mensurar variáveis qualitativas, uma vez que indicam a presença ou a ausência de uma qualidade ou um atributo.

Dessa forma, para que seja possível quantificar tais atributos, é necessário construir variáveis artificiais que assumam valores de 1 ou 0 (indicando ausência de um atributo e indicando a sua presença). Segundo Missi e Jacobi (2007), a análise de regressão a variável pode ser:

> [...] influenciada por variáveis quantitativas e qualitativas. As variáveis quantitativas são facilmente mensuradas em alguma escala, o que não ocorre com as variáveis qualitativas, uma vez que essas indicam a presença ou a ausência de uma qualidade ou atributo.
> Dessa forma, um método para 'quantificar' esses atributos é construir variáveis artificiais que assumam valores de 1 ou 0 (indicando ausência de um atributo e indicando a sua presença) que são conhecidas pela literatura existente de 'variáveis *dummy*'. (MISSI; JACOBI, 2007, p. 2).

Nesta pesquisa, o estudo de evento é identificado como: ‘Os efeitos do alerta emitido aos investidores pela CVM (efeito) através da publicação de empresas inadimplentes em seu site (evento)’, o que, pela literatura de Fama (1991), consiste na investigação dos efeitos de um determinado evento. Nesse viés, Fama (1991) aborda que o evento estudado pode ser representado por informações relativas de determinadas empresas; seus efeitos podem ser medidos através do volume e/ou do preço das ações negociadas.

As regressões utilizadas no *EViews* foram assim definidas:

1) Empresa = C(1) + C(2) * Empresa (-1) + C(3) * Dummy,

2) Empresa = C(1) + C(2) * Empresa (-1) + C(3) * Dummy +C(4)* Ibov(-1)

Onde:

C = Constante

(-1) = Variável defasada

Dummy = assume valor de 0 (antes do evento) e 1 (do evento em diante)

Empresa = cotação diária da empresa no período referido.

Ibov = Índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

O intuito de inserir o Ibovespa na segunda regressão visa retirar as oscilações típicas do mercado, medindo, assim, apenas se houve influência do evento estudado no preço da ação empresarial. Em se tratando da abordagem do problema, classifica-se essa pesquisa como quantitativa. Segundo Richardson (1999), a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas, por meio de técnicas estatísticas.

3.2 Universo e Amostra

Considerou-se como universo desse estudo os 193 eventos (ocorrências) listados pela CVM em editais de notificações de empresas denominadas inadimplentes, quanto à divulgação de informações entre os períodos de janeiro de 2008 e julho de 2012. A Tabela 1 permite melhor visualizar a ocorrência dos eventos, a cada semestre do período de janeiro de 2008 a julho de 2012. Para

Rutter e Abreu (2006), universo ou população é o público-alvo, ou seja, os elementos que servirão para análise.

Tabela 1 - Total de eventos encontrados no período

Semestre de Divulgação	Número de empresas listadas no semestre
jan/08	24
jul/08	19
jan/09	19
jul/09	19
jan/10	16
jul/10	11
jan/11	29
jul/11	28
jan/12	16
jul/12	12
Total	**193 eventos**

Fonte: Elaborada pelo autor

Os eventos correspondem aos documentos não entregues pelas companhias brasileiras de capital aberto, dentro dos prazos determinados pela CVM. Tais documentos compreendem:

a) Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP);
b) Formulário de Informações Trimestrais (ITR);
c) Formulário de Referência.

Desse modo e com o auxílio da literatura sobre a Hipótese de Mercados Eficientes (HEM) - de que o preço de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da empresa que emitiu e novas informações poderão afetar sua cotação - o presente estudo entende que, caso ocorra qualquer um desses atrasos em divulgar informações, pode sinalizar uma tentativa de a empresa criar uma assimetria informacional, entre os diferentes agentes (empresa, analistas e/ou investidores). Camargos e Barbosa (2003) preconizam que o conjunto de informações disponíveis, em um determinado espaço de tempo, será totalmente refletido no preço ativo e os agentes tomam decisões racionais, baseadas nas informações disponibilizadas pelas empresas.

4 DA COLETA DOS DADOS

Nesta seção do estudo, os dados coletados são apresentados e devidamente analisados, de acordo com as orientações dos autores pesquisados. A data de divulgação, pela CVM, da notificação referente às empresas inadimplentes com as informações financeiras foi definida como a data do evento (t_0). As informações foram obtidas diretamente através do site da CVM. Os dados que se referem às cotações de fechamentos foram alcançados pela economática.

Dado o critério adotado para a seleção das empresas e para posteriores estudos com a Economática, restaram apenas oitenta eventos, ocorridos durante o período de janeiro de 2008 a julho de 2012. Segundo Nishi, Baima e Campos (2009), a economática é um *software* auxiliar, que atua como uma ferramenta para a análise de investimentos em ações. Seu interior é formado por uma sólida base de dados de empresas de vários países, que vão de demonstrativos financeiros a cotações na bolsa de valores. Dessa forma, permite aos seus usuários a obtenção de informações sobre várias empresas, viabilizando, com base nos dados disponíveis, as análises precisas. Para uma melhor compreensão, desenvolveu-se a Tabela 2, como forma de demonstrar a ocorrência desses eventos e sua frequência, a cada intervalo de tempo, no período pesquisado.

Tabela 2 - Distribuição de frequência das empresas listadas na BM&FBovespa conduzidas à Economática

Data de divulgação do evento	Eventos com empresas listadas na BM&Fbovespa
jan/08	15
jul/08	10
jan/09	13
jul/09	9
jan/10	10
jul/10	4
jan/11	7
jul/11	6
jan/12	3
jul/12	3
Total	**80**

Fonte: Elaborada pelo autor

Alguns dos oitenta eventos encontrados pelo estudo não possuíam liquidez, nos 120 dias anteriores ao evento e, nos trinta dias posteriores, apresentavam a cotação de cinco ou seis dias. Para que essas empresas com baixa liquidez não participassem da amostra, o estudo determinou uma liquidez mínima de quarenta observações (40 cotações). Dessa forma, efetuou-se a construção da Tabela 3, a fim de identificar quais empresas apresentaram cotações e seu respectivo período.

Tabela 3 - Demonstrativo de empresas participantes da amostra

(continua)

Data de divulgação	Empresas que participam da amostra
jan/08	1 - Cia Têxtil Ferreira Guimarães S/A 2 - Gazola S/A 3 - IGB Eletrônica S/A 4 - Recrusul S/A 5 - S/A Viação Aérea Rio-Grandense 6 - Trorion S/A 7 - Varig Partic. Serviços Complementares 8 - Varig Partic. em Transportes Aéreos S/A 9 - Wiest S/A
jul/08	10 - Cia Têxtil Ferreira Guimarães S/A 11 - Gazola S/A 12 - IGB Eletrônica S/A 13 - João Fortes Engenharia S/A 14 - Rimet Empreend. Inds Comerciais S/A 15 - S/A Viação Aérea Rio-Grandense 16 - Trorion S/A 17 - Varig Partic. em Transportes Aéreos S/A 18 - Wiest S/A
jan/09	19 - Cia Têxtil Ferreira Guimarães S/A 20 - IGB Eletrônica S/A 21 - S/A Viação Aérea Rio-Grandense 22 - Wiest S/A
jul/09	23 - Arthur Lange S/A 24 - Cia Têxtil Ferreira Guimarães 25 - Gazola S/A 26 - IGB Eletrônica S/A 27 - Marambaia Energia Renovável S/A 28 - S/A Viação Aérea Rio-Grandense 29 - Wiest
jan/10	30 - Cerâmica Chiarelli S/A 31 - Gazola S/A 32 - IGB Eletrônica S/A 33 - Fiação Tecelagem São José S/A 34 - Trorion S/A

(conclusão)

Data de divulgação	Empresas que participam da amostra
jul/10	35 - Biomm S/A 36 - Botucatu Têxtil S/A 37 - IGB Eletrônicos S/A 38 - Fiação Tecelagem São José S/A
jan/11	39 - BHG S/A 40 - Botucatu Têxtil S/A 41 - Manufatura de Brinquedos Estrela S/A 42 - Marambaia Energia Renovável S/A 43 - Refinaria Pet Manguinhos S/A 44 - Tecelagem Blumenau S/A 45 - Têxtil Renauxview S/A
jul/11	46 - IGB Eletrônica S/A; 47 - Marambaia Energia Renovável S/A; 48 - Minupar Participações S/A 49 - Wiest S/A
jan/12	50 - Wiest S/A
jul/12	51 - Cerâmica Chiarelli S/A; 52 - IGB Eletrônica S/A
Total	**51 eventos estudados**

Fonte: Elaborado pelo autor

Com as evidências coletadas, o estudo se valeu do *software* EViews para o tratamento e a análise de dados. Pinto e Silva (1999) explicam que o programa Econometric Views é um pacote estatístico, desenvolvido a partir de um conjunto de ferramentas, para manipular dados de séries temporais (coletados ao longo do tempo).

Seguindo-se o método proposto, foi preciso construir a variável *dummy,* como forma de quantificar (separar) as séries em dois atributos, em antes e após o evento da notificação da CVM. Missi e Jacobi (2007) referem que, na ausência de uma qualidade ou atributo, é preciso que o investigador quantifique os atributos, através da construção de variáveis artificiais que assumam valores de 1 ou 0.

Para quantificar os atributos “antes e depois do evento”, foi preciso atribuir valores de 0 e 1, em que 0 corresponde à ausência de atributo (ausência de alterações no preço da ação) e 1 indica a sua presença (incidência de alterações, no preço da ação), com a adoção de nível de significância em 5%. Cabe salientar que os testes efetuados para esta pesquisa consistiram apenas em avaliar a influência do evento sobre o preço da ação, após sua ocorrência.

De forma resumida, para a etapa do tratamento dos dados, foram adotadas as seguintes etapas

1. Primeiramente, se importaram os dados do *software* Excel para o *software* EViews;
2. Para cada evento, foi criado um arquivo no formato EViews, contendo as empresas que participaram e suas cotações;
3. Para cada arquivo, foi elaborada uma variável *dummy*, em que o número 0 representa o período anterior à ocorrência do evento e o nº 1 indica o período posterior ao evento;
4. Cada empresa constante do arquivo foi agrupada como uma equação junto à variável *dummy*;
5. A fim de medir o efeito retroativo do preço, foi utilizado o recurso da variável defasada em cada empresa.

Quanto às hipóteses da pesquisa, objetivou-se testar a reação dos preços das ações, durante o período de divulgação da notificação pela CVM das empresas inadimplentes, com as informações financeiras. Para que isso fosse possível, foi testada a seguinte hipótese:

H_0 = = A divulgação da CVM não exerce influência sobre o preço da ação.
H_1 = = A divulgação da CVM exerce influência sobre o preço da ação.

Também, foram utilizadas hipóteses adicionais, nos respectivos testes estatísticos, de forma a obter evidências acerca dos pressupostos estatísticos necessários à utilização das técnicas e à análise dos resultados.

4.1 O Estudo dos Eventos

Soares, Rostango e Soares (2002) destacam que, uma vez definida a realização de um estudo de eventos, inicialmente, deve-se especificar qual o evento será estudado e quando esse evento ocorrerá. Esta pesquisa utilizou como evento os editais da CVM de notificações de empresas consideradas inadimplentes, quanto à divulgação de informações, entre os períodos de janeiro de 2008 a julho de 2012, das ocorrências consideradas como amostra.

Após identificado o evento a ser estudado, buscou-se estipular a data de ocorrência do evento, como a *data zero*. Campbell, Lo e Mackinlay (1997) afirmam que, após a identificação do evento que será estudado, deve-se estipular a data da ocorrência do evento, que será definida como *data zero* e o período no qual os preços das ações serão examinados.

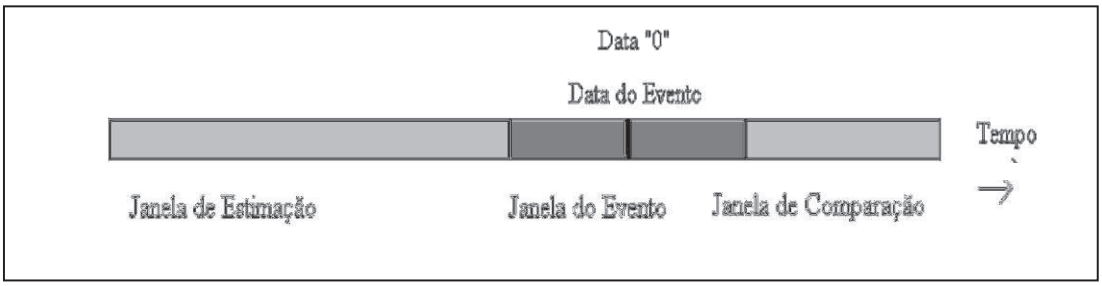
Com a *data zero* definida, deve-se determinar a *janela de evento* - período em que os preços das ações foram examinados. Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) afirmam que vale estabelecer a janela de evento, representando o período em que os preços dos títulos das empresas serão analisados.

Aos intervalos, a literatura recomenda incluir, também, um período anterior, como forma de observar se houve vazamento de informações privilegiadas e um período posterior ao dia do evento, uma vez que as alterações efetuadas pelo evento podem continuar sendo verificadas nos dias subsequentes, no mercado de capitais.

A Figura 1, a seguir, ilustra a janela do evento, a janela da estimação e a janela de comparação. Para Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), a janela de estimação é um período prévio de supostas ausências de efeito de evento sobre os retornos.

Sua utilidade permite atingir retornos normais, que serão comparados aos retornos anormais, que poderão ocorrer no período muito próximo ao evento, enquanto que a janela de comparação é utilizada para se testar se o retorno das ações voltará à normalidade, após um determinado espaço de tempo.

Figura 1 - Janela de eventos



Fonte: Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008)

Para a realização desta dissertação, foi considerada como data do evento (t_0), o dia da divulgação no site da CVM da notificação referente às empresas

inadimplentes, quanto à divulgação de informações. Destaca-se que o período de pré-evento corresponde a 120 *(t_{-120})* dias anteriores à data t_0 (data da divulgação da notificação por parte da CVM). O período pós-evento corresponde a + 30 dias (t_{+30}) da data t_0 (após a publicação do documento notificativo do órgão). A amplitude total da janela de evento considerada foi de 150 dias.

5 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção do estudo, se apresenta, primeiramente, a análise descritiva dos dados coletados e dos objetivos específicos que foram estabelecidos à pesquisa.

5.1 Análise Descritiva

A análise qualitativa descritiva dos eventos foi realizada separadamente, a cada intervalo de tempo (semestre por semestre, de cada ano), do período de janeiro de 2008 a julho de 2012, conforme os editais postados pela CVM. Após a coleta de dados e a constituição das variáveis *dummy*, foram realizadas regressões, por meio do método *least squares* - método dos mínimos quadrados.

Primeiramente, foi elaborada a análise descritiva de regressão de cada uma das cinquenta e duas empresas, verificando-se o nível de significância da variável *dummy,* em relação às cotações de cada participante do evento. Utilizando como janelas de estimação determinadas em 120 dias antes do evento (data de divulgação do edital de notificação da CVM das empresas inadimplentes) e trinta dias após o evento como janela de comparação, considerado o nível de significância 5% (0,05) para as cotações, constatou-se a inexistência de alterações no preço da ação, em relação à antecedência dessa informação no mercado, na maioria dos casos.

As Tabelas subsequentes (4 a 8) demonstram, separadamente, os resultados do efeito de cada edital emitido pela CVM.

Tabela 4 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 03/01/2008

Resultados do evento de 03/01/2008			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
1	Cia Têxtil Ferreira Guimarães	PN	0.8667	0.4988
2	Gazola S/A Indústria Metalúrgica	PN	0.2699	0.1460
3	IGB Eletrônica S/A	ON	0.0276	0.0087
4	Recrusul S/A	PN	0.5803	0.4638
5	SA Viação Aérea Rio Grandense	PN	0.6056	0.2170
6	Trorion S/A	PN	0.1882	0.0199
7	Varig Part. em Serviços Complementares	PN	0.9533	0.8235
8	Varig Part. em Transp. Aéreos S/A	PN	0.4665	0.6164
9	Wiest S/A	PN	0.6260	0.6698

Fonte: elaborado pelo autor

A Tabela 4 traz nove empresas participantes da amostra, em que apenas uma (IGB Eletrônica S/A) apresenta nível de significância abaixo de 5% sem o Ibovespa. Flexibilizando o nível de significância para 19%, pode-se relacionar, também, a Trorion S/A. As empresas apresentaram as seguintes equações:

IGB=1.45857047686+0.867473385343*IGB(-1)-0.479880128778*DUMMY

TRO=0.72916416887+0.814586793053*TRO(-1)-0.162941688239*DUMMY

Pôde-se verificar, pelo fato de o coeficiente da variável *dummy* ser negativo, em ambas as empresas, que o preço médio da ação cai logo após o evento nas duas, o que seria o esperado pelo estudo, pelo fator negativo gerado pela notificação da CVM ao mercado.

Inserindo-se o Ibovespa na regressão, fica possível mencionar a empresa Gazola S/A, com um nível de significância de aproximadamente 15%. Entretanto, o coeficiente da variável *dummy* foi positivo. Tanto IGB Eletrônica, quanto Trorion S/A, reduziram seu nível de significância, ratificando suas posições de influenciadas pelo evento.

Tabela 5 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 03/07/2008

Resultados do evento de 03/07/2008			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
10	Cia Têxtil Ferreira Guimarães	PN	0.0835	0.1102
11	Gazola S/A Indústria Metalúrgica	PN	0.6632	0.4374
12	IGB Eletrônica S/A	ON	0.0391	0.0251
13	João Fortes Engenharia S/A	ON	0.0373	0.0650
14	Rimet Empreend. Inds. e Com. S/A	PN	0.1747	0.2650
15	SA Viação Aérea Rio Grandense	PN	0.2722	0.4868
16	Trorion S/A	PN	0.0009	0.0051
17	Varig Part. em Transp. Aéreos S/A	PN	0.0325	0.0108
18	Wiest S/A	PN	0.9922	0.6073

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 5 apresenta o maior índice de influências, sem a inserção do Ibovespa, com quatro das nove empresas estudadas apontando níveis de significância abaixo de 5%. As equações das empresas IGB Eletrônica S/A, João

Fortes Engenharia S/A, Trorion S/A e Varig Part. em Transp. Aéreos S/A são, respectivamente:

IGB=0.971092075618+0.70627776014*IGB(-1)-0.165427238823*DUMMY

JOAO=0.61034885639+0.891852595142*JOAO(-1)-0.12585284163*DUMMY
TRO=1.4882800556+0.581478739761*TRORION(-1)-0.2051922539*DUMMY
VARIG=0.00111492910+0.891885747*VARIG(-1)-0.000456584845*DUMMY

Analisando-se os coeficientes das variáveis *dummy*, notou-se que todas possuem sinal negativo, o que indica que o preço médio do valor da ação caiu, após o evento. Flexibilizando-se o nível de significância para 18%, é viável, ainda, incluir as empresas Rimet Empreend. Inds. e Com. S/A e Cia Têxtil Ferreira Guimarães. Essas empresas apresentaram, respectivamente, as seguintes equações:

RIMET=0.00267829825984+0.712365439303*RIMET(-1)-0.000294504069*DUMMY
F=5.45455342851e-05+0.874087231103*F(-1)-1.23808270759e-05*DUMMY

Ambos os coeficientes da variável *dummy* apresentaram sinal negativo, apontando para uma queda no preço médio do valor da ação, após o evento. A empresa Rimet, quando incluído o Ibovespa, apresentou grande elevação em sua significância, indicando que o índice exerceu grande influência em seu resultado na regressão anterior - e não o evento estudado. Já a empresa Cia Têxtil Ferreira Guimarães, quando teve sua regressão acrescida do Ibovespa, acabou reduzindo sua significância e apontando um coeficiente da variável *dummy* negativo.

Tabela 6 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 09/01/2009

Resultados do evento de 09/01/2009			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
19	Cia Têxtil Ferreira Guimarães	PN	0.9587	0.5714
20	IGB Eletrônica S/A	ON	0.6119	0.6330
21	SA Viação Aérea Rio Grandense	PN	0.2786	0.2752
22	Wiest S/A	PN	0.5328	0.3597

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 6, contabilizaram-se quatro empresas participantes da amostra. Nenhuma delas apresentou nível de significância abaixo de 5%, para configurar a influência do evento no preço da ação. Mesmo retirando o efeito do Ibovespa, as empresas mantiveram uma significância alta, não apresentando influência ao evento.

Tabela 7 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 02/07/2009

Resultados do evento de 02/07/2009			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
23	Arthur Lange S/A Ind e Com	ON	0.9504	0.3429
24	Cia Têxtil Ferreira Guimarães	PN	0.1607	0.6408
25	Gazola S/A Indústria Metalúrgica	PN	0.9472	0.3712
26	IGB Eletrônica S/A	ON	0.0693	0.1280
27	Marambaia Energia Renovável S/A	ON	0.3914	0.5669
28	SA Viação Aérea Rio Grandense	PN	0.4927	0.6727
29	Wiest S/A	PN	0.7562	0.3522

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 7, examinaram-se sete empresas participantes da amostra. Nenhuma apresentou nível de significância abaixo de 5%, para configurar a influência do evento no preço da ação. Flexibilizando-se o nível de significância para 16%, seria possível apontar as reincidentes - Cia Têxtil Ferreira Guimarães e IGB Eletrônica S/A - que apresentaram as seguintes equações, respectivamente:

F=0.000110803947642+0.69626864476*F(-1)+8.04289429696e-06*DUMMY

IGB=0.956943442137+0.644545367464*IGB(-1)+0.0769624402614*DUMMY

A análise dos coeficientes (ambos positivos) aponta para uma elevação do preço médio da ação após o evento, o que não é o comportamento que o estudo espera encontrar. Além disso, quando inserido o Ibovespa, a empresa Cia Têxtil Ferreira Guimarães eleva para 64% sua significância.

Tabela 8 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/01/2010

Resultados do evento de 04/01/2010			Sem Ibovespa	Com Ibovespa
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
30	Cerâmica Chiarelli S/A	ON	0.1900	0.2348
31	Gazola S/A Indústria Metalúrgica	PN	0.0574	0.0095
32	IGB Eletrônica S/A	ON	0.0001	0.0009
33	Fiação Tecelagem São José S/A	PN	0.0004	0.0011
34	Trorion S/A	PN	0.3068	0.2151

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 8 referencia duas empresas com influência: IGB Eletrônica S/A e Fiação Tecelagem São José S/A. As equações apresentadas são, respectivamente:

IGB=0.444985028901+0.836004948722*IGB(-1)+0.974607405844*DUMMY
TECEL=0.0762128503271+0.764689205471*TECEL(-1)+0.017732149318*DUMMY

Os coeficientes de ambas apontam para uma elevação no preço médio da ação, após o evento. Em uma flexibilização do nível de significância em 19%, relacionaram-se, ainda, as empresas Cerâmica Chiarelli S/A e Gazola S/A Indústria Metalúrgica, que apresentaram, respectivamente, as equações:

CH=0.0172034672414+0.927647138367*CH(-1)+0.026232810745*DUMMY
GAZ=0.41457220185+0.822323501454*GAZ(-1)+0.0327744393784*DUMMY

Na análise do coeficiente de ambos, percebeu-se que o fato de serem positivos aponta para uma elevação do preço médio do preço da ação, após o evento.

Tabela 9 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 01/07/2010

Resultados do evento de 01/07/2010			Sem Ibovespa	Com Ibovespa
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
35	Biomm S/A	PN	0.9273	0.7775
36	Botucatu Têxtil S/A	PN	0.6687	0.7004
37	IGB Eletrônica S/A	ON	0.1282	0.0760
38	Fiação Tecelagem São José S/A	PN	0.9792	0.8934

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 9, não se verificou nenhuma empresa com nível de significância abaixo de 5%, demonstrando que não houve nenhuma influência do evento estudado, no preço da ação destas quatro companhias. Em uma flexibilização do nível de significância para 13%, visualizou-se a IGB Eletrônica, que apresentou a seguinte equação:

IGB=1.05192110675+0.882747064035*IGB(-1)-0.239868748735*DUMMY

O coeficiente obtido como negativo aponta para uma redução no preço médio da ação, após o evento. A inserção do Ibovespa reafirma que a empresa apresentou influência do evento estudado, pois, foi reduzida a significância e o coeficiente da variável *dummy* manteve-se negativo.

Tabela 10 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/01/2011

Resultados do evento de 04/01/2011			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
39	BHG S/A - Brazil Hospitality Group	ON	0.1233	0.0770
40	Botucatu Têxtil S/A	PN	0.0975	0.0986
41	Manufatura de Brinquedos Estrela S/A	PN	0.0074	0.0067
42	Marambaia Energia Renovável S/A	ON	0.0247	0.0163
43	Refinaria Pet Manguinhos S/A	PN	0.9061	0.8485
44	Tecblu Tecelagem Blumenau S/A	PNC	0.8669	0.8698
45	Textil Renauxview S/A	PN	0.0551	0.0281

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 10 apontou sete empresas participantes da amostra e a Manufatura de Brinquedos Estrela S/A e a Marambaia Energia renovável S/A obtiveram nível de significância dentro de 5%. Suas equações foram as seguintes:

ESTR=0.2841238641+0.7352778535*ESTR(-1)-0.03263734417*DUMMY

MAR=0.097626630693+0.90164290790*MAR(-1)-0.02011015345*DUMMY

Os coeficientes de ambas apresentaram sinal negativo, evidenciando uma queda no preço médio da ação, após o evento. A inserção do Ibovespa apenas confirmou a situação.

Em uma flexibilização do nível de significância para 13%, encontraram-se, ainda, as empresas BHG S/A, Botucatu Têxtil S/A e Têxtil Renauxview S/A, que apresentram as seguintes equações:

BHG=1.04324163448+0.950527753499*BHG(-1)-0.190979747367*DUMMY

BOT=4.356264958e-05+0.8724817634*BOT(-1)-7.562811620e-06*DUMMY

TEX=0.13613573333+0.74723986499*TEX(-1)-0.022584662598*DUMMY

Os coeficientes negativos de todas as empresas mostram que o preço médio da ação, em média, caiu, após o evento. A inserção do Ibovespa reitera a situação.

Tabela 11 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 04/07/2011

Resultados do evento de 04/07/2011			**Sem Ibovespa**	**Com Ibovespa**
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
46	IGB Eletrônica S/A	ON	0.9700	0.5851
47	Marambaia Energia Renovável S/A	ON	0.5645	0.5551
48	Minupar Participações S/A	ON	0.0021	0.0345
49	Wiest S/A	PN	0.3622	0.5949

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 11 sinaliza a empresa Minupar Participações S/A, apresentando um nível de significância de 0,0021, ou seja, apresentando reflexo em suas cotações, após a emissão do edital pela CVM. A equação da empresa é demonstrada, a seguir:

MIN=0.13887926367+0.56713589604*MIN(-1)+0.0067957047464*DUMMY

O coeficiente positivo da variável *dummy* demonstra que, em média, o preço da ação subiu, após o evento. A inserção do Ibovespa além de elevar a significância, confirma o sinal do coeficiente da variável *dummy* como positivo.

Tabela 12 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 05/01/2012

Resultados do evento de 05/01/2012			Sem Ibovespa	Com Ibovespa
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
50	Wiest S/A	PN	0.2125	0.3490

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 12 indicou apenas a empresa Wiest, que não apresentou influência do edital, em sua cotação.

Tabela 13 - Demonstrativo da influência no preço da ação diante do evento do dia 02/07/2012

Resultados do evento de 02/07/2012			Sem Ibovespa	Com Ibovespa
Evento	Empresa	Ação	Significância	Significância
51	Cerâmica Chiarelli S/A	ON	0.7585	0.1474
52	IGB Eletrônica S/A	ON	0.4937	0.0428

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 13, nenhuma empresa apresentou o nível de significância de 5%, para configurar algum efeito no preço da ação, no edital lançado em 02/07/2012. Ao inserir o Ibovespa na regressão, viu-se que a significância caiu consideravelmente, em ambas. Como o sinal do coeficiente da variável *dummy* das empresas estudadas revelou-se negativo, pôde-se considerar a influência do evento nas empresas, relacionadas na Tabela supracitada.

Tabela 14 - Resumo das empresas com influência ao evento

Empresa	Data evento
IGB Eletrônica	03/01/2008
Trorion S/A	03/01/2008
IGB Eletrônica	03/07/2008
João Fortes Engenharia	03/07/2008
Trorion S/A	03/07/2008
Varig Part. em Transp. Aéreos S/A	03/07/2008
Cia Têxtil Ferreira Guimarães	03/07/2008
IGB Eletrônica	01/07/2010
BHG S/A	04/01/2011
Botucatu Têxtil S/A	04/01/2011
Manufatura de Brinquedos Estrela S/A	04/01/2011
Marambaia Energia Renovável S/A	04/01/2011
Têxtil Renauxview S/A	04/01/2011
Cerâmica Chiarelli S/A	02/07/2012
IGB Eletrônica	02/07/2012

Fonte: Elaborado pelo autor

Da amostra selecionada como campo deste estudo, configurada em cinquenta e duas empresas, visualizou-se, com a ajuda da variável *dummy* e pelos dados do *software* EViews, que apenas quinze empresas apresentaram influências no preço da ação, após o ato de divulgação da CVM das empresas inadimplentes, quanto à divulgação de suas informações. Já na outra parcela de empresas, a análise de regressão demonstrou não ter influência.

5.2 Dos Objetivos Específicos

Quanto ao objetivo específico de identificar se o número de empresas listadas na BM&FBovespa tem aumentado no decorrer do período analisado, verificou-se uma tendência de redução nesse número, refletindo a atuação e a preocupação com as boas práticas de governança corporativa. Segundo Lodi (2000), a governança corporativa, quando aplicada ao mercado de capitais, reveste-se de quatro importantes pilares: *Fainers, Disclosure*, *Accontability e Compliance.*

Ao analisar as empresas participantes, de acordo com o setor de atividade relacionado na BM&FBovespa, o estudo apurou que os três setores com mais participações nos eventos, são:

Consumo Cíclico – 22 eventos
Construção e Transporte – 10 eventos
Bens Industriais – 7 eventos
Materiais Básicos – 5 eventos
Consumo não Cíclico – 4 eventos
Utilidade Pública – 3 eventos
Petróleo, Gás e Combustíveis – 1 evento

O fato de o setor de consumo cíclico apresentar o maior número de eventos não significa, necessariamente, que existam vinte e duas empresas que figuram no edital da CVM estudado. Algumas empresas aparecem repetidamente, em vários editais. A empresa IGB Eletrônica S/A, por exemplo, esteve presente em oito dos editais estudados (nos editais antigos, ainda figurava como Gradiente Eletrônica S/A). Não foi possível, por este estudo, averiguar se a empresa IGB Eletrônica S/A acabou relacionada em diferentes editais, por ter atrasado uma mesma informação.

A própria CVM não é clara quanto a isso. No edital de 01/2008, era informado pela CVM apenas o último formulário entregue pela empresa, impossibilitando o conhecimento de qual informação não foi repassada. Essa prática foi mudada, a partir do edital de 04/01/2010, quando a CVM passou a informar o primeiro formulário não entregue em seus editais. Como sugestão de novos estudos, fica a investigação dos editais, junto à CVM, para detectar, com maior precisão, o impacto gerado pela inclusão da empresa nos editais de inadimplente, quanto à divulgação de informações à CVM.

Além da IGB Eletrônica S/A, outras empresas se relacionaram, repetidas vezes, nos editais estudados. A Tabela 15 - Empresas que figuram em mais de um evento - ilustra isso, como segue:

Tabela 15 - Empresas que figuram em mais de um evento

Empresa	Quantidade de eventos
IGB Eletrônica S/A	8
Wiest S/A	6
Cia Têxtil Ferreira Guimarães S/A	4
S/A Viação Aérea Rio Grandense	4
Gazola S/A	4
Trorion S/A	3
Marambaia Energia Renovável S/A	3
Botucatu Têxtil S/A	2
Cerâmica Chiarelli S/A	2
Tecelagem São José S/A	2
Varig Partic. Transp. Aéreos S/A	2

Fonte: Elaborado pelo autor

6 CONCLUSÃO

O presente estudo buscou investigar se o alerta emitido pela CVM de empresas inadimplentes, quanto à divulgação de informações, exerce influência sobre o preço da ação, nas empresas envolvidas. Para tanto, foi realizado um estudo de eventos, com uma janela de estimação, de 120 dias anteriores e uma janela de comparação, de trinta dias posteriores ao evento. Por meio de uma regressão, rodada através do *software* EViews, com o auxílio de uma variável *dummy*, apurou-se se houve influência - ou não - do edital emitido pela CVM, no preço da ação das empresas envolvidas.

A hipótese nula adotada pelo estudo de que a divulgação da CVM não exerce influência sobre o preço da ação não foi rejeitada, pela maior parte das observações, demonstrando existir evidências de que o alerta de mercado emitido pela CVM de empresas que estão inadimplentes, quanto à divulgação de informações, não exerce influência sobre o preço da ação das companhias envolvidas.

Uma possível explicação para a não influência da divulgação da CVM no preço da ação das empresas seria a de que o mercado já teria precificado, anteriormente, essa informação, no momento da não divulgação das demonstrações, dentro do período estipulado.

É importante relatar, ainda, que cada empresa relacionada pela CVM como inadimplente quanto à divulgação de informações, possui um processo aberto pela própria CVM, contendo diversas informações sobre o atraso. O estudo tentou acesso a esses processos, através dos protocolos SCW23576505 e SCW29264215, solicitando vista aos processos. Porém, o acesso aos processos foi negado pela CVM, que alegou serem *informações confidenciais*, portanto, não passíveis de vista.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, [S.l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accouting income numbers. **Journal of Accouting Research**, [S.l.], v. 6, n. 2 Autumn, 1968.

BEAVER, W. H. The information content of earning announcements empirical research in accounting: select studies. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 6, p. 67-92, 1968. Suppl.

BELO, N; BRASIL, M**.** Assimetria informacional e eficiência semiforte a eficiência do mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Administração de Empresas** – RBA, Brasília, DF, v. 46. 2006. Ed. Especial,

BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. **Bell Journal of Economics**, [S.l.], 10, p. 259-270,1979.

BIO, S. R. **Sistema de informações:** um enfoque gerencial. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1985.

BM&FBOVESPA: **Introdução ao mercado de capitais**. São Paulo, 2010.

BRASIL. **Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404 de 1976. Diário oficial da União. Brasília, DF. 1.11.2001.

BRASIL. **Lei n° 11.101, de 09 de Fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial e extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União. Brasília, DF 09 fev. 2005.

BRASIL. **Lei n° 11.638, de 28 de Dezembro de 2007.** Altera e revoga dispositivos da Lei 6.404 de 1976. Diário Oficial da União. Brasília, DF 28 dez. 2007.

BRASIL. **Lei n° 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, 07 de dezembro de 1976.

BRASIL. **Lei n° 6.404, de 15 de Dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 9 dez. 1976.

BREALEY & MYERS. **Financiamento e gestão de risco.** Porto Alegre, Bookman: 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V**.** Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração,** São Paulo, v. 10, n. 1, p. 41-55, jan./mar. 2003.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARRERA-FERNANDEZ, José. **Curso básico de microeconomia.** 3. ed. Salvador: EDUFBA, 2009.

COLLIS, J; HUSSEY, R**. Pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM Deliberação CVM Nº 488, de 16 de dezembro de 2010. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Deliberação CVM. Deliberação CVM Nº 480, de 07 de dezembro de 2009. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2009.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Norma Brasileira de Contabilidade Técnica 1 – NBC T 1**, de 28 de março de 2008. Brasília: CFC, 2008.

CREADY, W. M. Information valve and investor wealth: the case of earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 26, p. 1-27, 1988.

CUSTÓDIO, M. A. et al. Caracterização da governança corporativa no Brasil e a importância da evidenciação nos informes contábeis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006, São Paulo – SP. **Anais eletrônicos**. USP. 2006.

DALMACIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro:** uma análise sob a perspectiva da Teoria da Sinalização. 2009. Tese (Doutorado) -- Departamento de contabilidade atuária da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade, Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2009.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos:** ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. São Paulo: Qualitmark, 2001.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance,** New York, v. 25, n. 02, p. 383-417, May 1970.

FAMA, E. F. **Foundation of finance.** New York: Basic Books, 1976.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, [S.l.], v. 26, n. 2, p. 327-349, June 1983b.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Efficient capital markets. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 46, n. 5, Dec. 1991.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance,** Cambridge, v. 5, n. 25, p. 383-417, May 1970.

FARINA, E. M. M Q; AZEVEDO, P. F.; SAE, M. S. M. **Competitividade:** mercado, Estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997.

FORTI, C. A. B; PEIXOTO, F. M; SANTIAGO, W. P. Hipótese de eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Revista USCS**, Caxias do Sul, v. 25, n. 75, p. 45- 56, 2009.

FOSTER, T. W; JENKINS, D. R.; VICKERY, D.W.. The incremental information content of the annual report. **Accouting and Business Research**, [S.l.], v. 16, p. 91-98, 1986.

FRANCO, H. **Contabilidade geral**. 23. ed. São Paulo: Atlas, 1997. 407p.

GARCIA, F. A. **Governança corporativa**. 2005. Monografia. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** Tradução de: Antonio Zoratto Sanvicente. 10 ed. São Paulo: Pearson Addison Weslwy, 2004.

HOLTHAUSEN, R.; VERRECHIA, R. The effect of informedness and consensus on price and volume behavior**. The Accounting Review**, [S.l.], v. 65, n.1, p. 191-208, 1990.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 3. ed. São Paulo, 2004. Disponível em: < www.ibcg.org.br>. Acesso em: 10 mar. 2013.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics,** [S.l.], v. 3, Oct. 1976.

KAPLAN, A. **A tarefa da metodologia**: conquista na pesquisa: metodologia para as ciências do comportamento. São Paulo: EDUSP, 1975.

KREPS, D. **A course of microeconomics theory**. New York: Harvester Wheatsheaf, 1994.

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Anomalous price behavior around repurchase tender offers**. Journal of Finance, American Finance**. Association, [S.l.], v. 45, n. 2, p. 455-77, 1990.

LELAND, H.; PYLE, D. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, [S.l.], n. 32, p. 371-387, 1977.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature,** [S.l.], v. 10, n. 2, p. 688-726, 1997.

LEVINE, R.; ZERVOS, S.. Stock markets, banks, and economic growth. **American Economic Review,** [S.l.], v. 88, n. 3, p. 537-558, 1998.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis: parte I: o efeito incondicional e segundo o resultado do exercício. Curitiba: Fundação Getúlio Vargas, 2004. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.fgv.br>. Acesso em: 10 fev. 2012.

LOBO, G. J; ZHOU, J. To swear early or not swear early? an empirical investigation of factors affecting CEOs´ decisions. **Journal of Accounting and Public Policy**, [S.I.], v. 24, n. 2, p. 153-160, Mar./Apr. 2005.

LODI, J. B. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOPES, A. B; WALKER, M. **Firm-level incentives and the informativeness of accouting reports:** an experiment in Brazil. Feb., 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 10 mar. 2013.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**: planejamento e execução de pesquisa; amostragens e técnicas de pesquisa; elaboração, análise e interpretação. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINEZ, A. L. **Analisando os analistas**: um estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). Escola de Administração de Empresas – Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2004a.

MARTINEZ, A. L. Análise surpresa dos analistas ao anúncio dos resultados contábeis: evidências empíricas para as companhias abertas brasileiras. In: CONGRESSO USP/FIPECAFI. **Anais...** São Paulo: USP, 2004b. p. 1-16.

MILGRON, P; ROBERTS, J**. Economics, organization and management.** New Jersey: Prentice Hall, 1992.

MISSI, F.; JACOBI, L. F. Variáveis Dummy: especificações de modelos com parâmetros variáveis. **Revista Ciência e Natura** - Departamento de Estatística - CCNE/UFSM, Santa Maria, v. 29, n. 1, p. 111-135, 2007.

NAIK, N. **Eficiência de mercado:** um espelho para as informações. dominando finanças. o guia completo para aprender finanças. São Paulo: Makron Books, 2001.

NASCIMENTO, S. F; GALDI, F.C; NOSSA, S. N. Motivações determinantes para a recompra de ações: Um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. **Revista de Administração Mackenzie – RAM,** São Paulo, v. 12, n. 5, p. 98-121, 2011. Disponível em: <http://www.scielo.br/ scielo.php?pid=S1678-69712011000500005& script=sci_arttext>. Acesso em: 10 mar. 2013.

NEVES, J. L. Pesquisa qualitativa: características, usos e possibilidades. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 3, 2º semestre. 1996.

NISHI, L. F. BAIMA, F. R.; CAMPOS, F. K.. **Apostila de curso de economática**. Florianópolis: Centro de Estudos em Finanças: Universidade do Estado de Santa Catarina – UDESC/ESAG, 2008.

OLIVEIRA, A. A.; SILVA, A. R.; ZUCCAR, S. M. P. A análise das demonstrações Contábeis e sua importância para evidenciar a situação econômica e financeira das organizações. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios,** Faculdade São Roque, São Roque. v. 1, n. 1, p. 01-10, 2010. Disponível em: <http://www.facsaoroque.br/novo/ publicacoes/pdfs/ricardo_alessandro.pdf>. Acesso em: dia mês ano

PEROBELLI, F. F. C.; PEROBELLI, F. S.; ARBEX, M. A. Expectativas racionais e eficiência informacional: Análise do mercado acionário brasileiro no período 1997-1999. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 7-27, maio/ago. 2000.

PINHEIRO. J. L.. **Mercado de capitais:** fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo. Atlas: 2008.

PINTO, W, J; SILVA, O, M. **Econometric eviews:** guia do usuário. Viçosa: Universidade Federal de Viçosa- UFV, 1999.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social:** métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo. Atlas, 1999.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social:** métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo. Atlas, 2008.

ROCCA, C. A.; SILVA, M. E.; CARVALHO, A. G. **Sistema financeiro e a retomada do crescimento econômico.** São Paulo: FIPE, 1998.

ROSS, S. The determination of financial structure: The incentive signalling approach Bell. **Journal of Economics**, [S.l.], n. 8, p. 23-40, 1977.

RUTTER, M.; ABREU, S. A. **Pesquisa de mercado.** 3. ed. São Paulo: Ática, 2006.

SCHIEHLL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro:** um estudo sobre a variação no preço das ações. 1996. 114 f. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas) -- Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, RS, 1996.

SCHLEIFER, A; VISHNY, R.A. A survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004, 254 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002, 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa**: desempenho e valor da empresa no Brasil. 1. ed. São Paulo. Saint Paul, 2005.

SOARES, R. O; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de Eventos: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENAMPAD, 26., Salvador, 2002. **Anais....** Salvador: Enampad, 2002.

SPENCE, A M. **Market signalling**: informational transfer in hiring and related screening processes. London: Harvard University Press, 1974.

SPENCE, A M. Job market signaling. **The Quartely Journal of Economics**, [S.l.], v. 83, n. 3, 1973.

TAFFAREL, M. **A influência dos indicadores contábil-financeiros no valor das empresas brasileiras de capital aberto, no curto prazo.** 2009, 146 f. Dissertação (Mestrado em contabilidade) -- Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais Aplicadas na Área de concentração em Contabilidade e Finanças da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, 2009.

TAKAMATSU, R. T., LAMOUNIER, W. M., COLAUTO, R. D. Impactos na divulgação de prejuízos nos retoros de ações de companhias participantes da Bovespa**. Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

TORRES, R; BONOMO, M; FERNANDES, C. A aleatoriedade do passeio na Bovespa: testando a eficiência do mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Economia – RBE**, Rio de Janeiro, v. 56, n. 2, p. 199-247, 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-71402002000200002&script=sci_arttext >. Acesso em: 20 abr. 2013.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil:** estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

ZYLBERSZTAJN, D. **Estruturas de governança e coordenação do agribusiness:** uma aplicação da nova economia das instituições, 1995. 241 f. Tese (doutorado em administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da universidade são Paulo – USP, São Paulo, SP, 1995.