



## REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 9. n. 2, jul./dez. 2017

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 02.08.2016. Revisado por pares em: 14.11.2016. Reformulado em: 04.12.2016. Avaliado pelo sistema double blind review.

### IMPACTO DA DIVULGAÇÃO DE EVENTOS SUBSEQUENTES NO RETORNO ANORMAL: ESTUDO EM COMPANHIAS DO IBOVESPA

### IMPACT OF EVENTS SUBSEQUENT DISCLOSURE ON ABNORMAL RETURN: STUDY IN IBOVESPA COMPANIES

### IMPACTO DE DIVULGACIÓN DE ACONTECIMIENTOS POSTERIORES EN LA DEVOLUCIÓN ANORMAL: EL ESTUDIO DE EMPRESAS IBOVESPA

#### **Autores**

#### **Sonia Raifur Kos**

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná. Professora do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Centro Oeste. Endereço: Rua Marechal Candido Rondon, 72, Centro, CEP 84400-000 - Prudentópolis – PR – Brasil. Telefone (42)3446-2010.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1211174426241413>

E-mail: [soniarkos@yahoo.com.br](mailto:soniarkos@yahoo.com.br)

#### **Claudio Marcelo Edwards Barros**

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná. Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná. Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico - CEP: 80210-070 – Curitiba – PR – Brasil. Telefone: (44)3041-3182.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8486915444145984>

E-mail: [claudiomedwards@hotmail.com](mailto:claudiomedwards@hotmail.com)

#### **Romualdo Douglas Colauto**

Pós-Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo. Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina. Professor e coordenador do PPG – Mestrado e Doutorado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná. Av. Prefeito Lothário Meissner, nº 632, Jardim Botânico – Curitiba/PR - Brasil. Telefone: (41) 3360-4411.

Identificadores (ID):

Google Citations : <https://scholar.google.com/citations?user=y7ZmGWcAAAAJ&hl=pt-BR>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4411504880578074>

E-mail: [rdcolauto.ufpr@gmail.com](mailto:rdcolauto.ufpr@gmail.com)

### RESUMO

O objetivo do estudo consiste em verificar o impacto da divulgação de Eventos Subsequentes no Retorno Anormal das ações em empresas que participam do IBOVESPA. Para tratamento estatístico empregou-se Estudo de Eventos para verificar se a divulgação de Eventos Subsequentes provocou Retorno Anormal das ações. Após isso, os dados foram submetidos à análise confirmatória por meio de procedimentos multivariados utilizando a Regressão com Dados em Painel. Em seguida foi realizada uma análise individualizada na data da ocorrência de 28 tipos diferentes de Eventos Subsequentes divulgados. Os resultados denotam que 16 eventos apresentaram pelo menos um Retorno Anormal significativo na janela temporal, enquanto os outros 12 não impactaram o mercado. A pesquisa contribui para explicar aos gestores como o mercado reage à divulgação de Eventos Subsequentes ocorridos entre o fechamento do período contábil e a data de autorização da emissão das Demonstrações Contábeis, principalmente pelo fato dos Eventos Subsequentes estarem relacionados, normalmente, com valores expressivos dentro da organização.

**Palavras-chave:** Eventos Subsequentes. Retornos Anormais. Conteúdo Informacional; Relevância da Informação Contábil.

### ABSTRACT

The objective of the study is to verify the impact of subsequent events disclosed on Abnormal Return of shares in companies participating in the Ibovespa. For statistical analysis, it was applied Events Study technic to determine whether events disclosed as subsequent ones caused abnormal stock returns. After that, the data was subjected to confirmatory analysis by multivariate procedures using Regression with Panel Data. Then, an individualized analysis was performed on the date of occurrence of 28 different types of Subsequent Events disclosed. The results show that 16 events had at least one significant abnormal return in the time window, while the other 12 did not impact the market. The research helps to explain to managers how the market reacts to the disclosure of material events occurring between the close of the reporting period and the date of authorization of the issuance of the financial statements, mainly because of subsequent events are related, usually with significant values within the organization.

**Keywords:** Subsequent Events. Abnormal Returns. Informational content. Relevance of Accounting Information.

### RESUMEN

El objetivo del estudio es verificar el impacto de los acontecimientos posteriores dados a conocer en la rentabilidad anormal de las acciones de las empresas que participan en el Ibovespa. Para el análisis estadístico se empleó Eventos Estudio para determinar si la divulgación de los acontecimientos posteriores causó rendimientos de las acciones anormales. Después de eso, los datos fueron sometidos a análisis de confirmación por procedimientos multivariantes utilizando regresión con datos de panel. Además, realizó un análisis individual en la fecha de ocurrencia de 28 diferentes tipos de eventos posteriores dadas a conocer. Los resultados muestran que 16 eventos tuvieron al menos un Retorno Anormal significativo en la ventana de tiempo, mientras que el otro 12 no tuvo impacto en el mercado. La investigación ayuda a explicar a los gerentes cómo reacciona el mercado a la divulgación de los acontecimientos posteriores que ocurren entre el final del período de notificación y la fecha de autorización de la emisión de los estados financieros, principalmente a causa de los acontecimientos posteriores se relacionan, por lo general con valores significativos dentro de la organización.

**Palabras clave:** Acontecimientos Posteriores. Las devoluciones anormales. Contenido informativo. La relevancia de la información contable.

## 1 INTRODUÇÃO

A partir da adoção das IFRS a informação contábil no Brasil se tornou mais atrativa para os usuários externos. Estudos empíricos revelam que a relevância da informação contábil, mensurada por meio de modelos de preço e retorno, aumentou após a adoção parcial das normas IFRS no Brasil (BARROS; ESPEJO; FREITAS, 2013; LIMA, 2010). Em função do processo de convergência às normas internacionais, as empresas passaram a ter obrigação de divulgar as informações relevantes de forma destacada que ocorrerem entre a data do término do período contábil e a data de autorização de emissão das Demonstrações Contábeis, denominadas de Eventos Subsequentes. A lei 6.404/76 já exigia essa divulgação, no entanto a Lei 11638/07 criou norma específica e detalhada sobre o assunto. A publicação desses eventos é importante para os usuários porque contribui para reduzir a assimetria informacional e permite avaliar as entidades e tomar suas decisões com mais segurança.

Eventos Subsequentes ao período relacionado às Demonstrações Contábeis são aqueles fatos favoráveis ou desfavoráveis que ocorrem no período intermediário entre o fim do exercício contábil e a data que a emissão das demonstrações é autorizada, mesmo que esses fatos ocorram após o anúncio público dos lucros ou de outras informações financeiras. A autorização ocorre quando a administração avalia os relatórios contábeis e os aprova, encaminhando os mesmos para o Conselho Fiscal/Comitê de Auditoria ou para aprovação dos acionistas (CPC 24, 2009).

A divulgação de informações é fundamental para o funcionamento do mercado de capitais por contribuir com a quebra da assimetria informacional (HEALY; PALEPU, 2001). Lima (2007) argumenta que há consenso entre pesquisadores de que a melhor evidenciação pode trazer benefícios para as empresas e para os usuários em geral pela redução da assimetria informacional. Eccles et al. (2001) demonstram que cinco pontos são apontados como os de maiores benefícios na evidenciação: 1) aumento da credibilidade dos gestores; 2) aumento de investidores de longo prazo; 3) aumento na capacidade de monitoramento por parte dos acionistas; 4) acesso de novos capitais em virtude da diminuição do custo de capital; e 5) melhor avaliação dos preços das ações.

Os estudos de (DASKE *et al.*, 2013; LOPES; ALENCAR, 2010; ZHOU, 2004; LEUZ; VERRECHIA, 2000) indicam que empresas com maior índice de evidenciação possuem ações mais líquidas e menor custo de capital. Isto ocorre porque a divulgação de informações contábeis aumenta a eficiência do mercado de capitais e permite que os investidores avaliem de forma mais acurada suas decisões de investimento (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Um dos primeiros estudos que verificaram se o mercado de capitais reagia à divulgação de informações contábeis foi de Beaver (1968), que relacionou o preço das ações nas semanas que antecederiam a divulgação das Demonstrações Contábeis. Beaver (1968) assumiu o pressuposto que o anúncio dos lucros pode alterar a expectativa de fluxo futuro impulsionando uma reação do mercado e influenciando os preços, em decorrência da possibilidade de realização de lucros futuros e outros aspectos inerentes. Algumas décadas depois Bloomfield e Wilks (2000) constataram que se as empresas apresentam *disclosure* com mais qualidade repercute em novas demandas dos investidores por ações, ainda que estas estejam com seus preços elevados.

Hope (2003) estudou 22 países e encontrou uma relação positiva direta entre o nível de divulgação das informações, a precisão das previsões de lucros das empresas efetuadas por

analistas financeiros e a obrigatoriedade na aplicação dos padrões contábeis. Os resultados mostram que a regulação incentiva os gerentes a seguirem regras contábeis, reduzindo as incertezas dos analistas. O autor ainda menciona que a coerção seria mais importante em mercados onde existem várias alternativas para aplicação das regras contábeis.

Mais recentemente, Murcia *et al.* (2010) utilizando o pressuposto de que a divulgação de mais informações diminui o risco nos investimentos em ações, verificaram se havia relação entre o índice de *disclosure* e a volatilidade das ações. Os resultados mostraram que o nível de divulgação corporativo impacta na volatilidade das ações das empresas. Murcia *et al.* (2010) testaram a relação entre o índice de divulgação voluntária e a volatilidade das ações, tendo como hipótese que quanto maior o nível de *disclosure* menor a volatilidade das ações. A métrica desenvolvida foi composta por 89 itens, sendo 42 de natureza econômica e 47 de natureza socioambiental. Os resultados indicaram que o nível de *disclosure* econômico e total (econômico + socioambiental) impactou na volatilidade das ações dessas empresas no período de 2006 a 2008.

Machado *et al.* (2013) investigaram o impacto das informações relevantes referentes à mudança na diretoria e emissão de debêntures no retorno dos ativos. O estudo foi realizado entre 2010 e 2012 e investigou 8 casos de mudança de diretoria e 33 casos de emissão de debêntures e os resultados mostraram indícios de que a emissão de debêntures e mudança da diretoria ocasionam retornos anormais. Ou seja, estes fatos são revestidos de conteúdo informacional para o mercado de capitais brasileiro.

Nesse aspecto, os estudos relatados são convergentes na provocação de que a divulgação de informações tem potencial para provocar reações nas decisões de mercado dos investidores. Como os Eventos Subsequentes permitem revelar situações pós-elaboração das Demonstrações Contábeis, pode se imaginar que estas também têm potencial para melhorar a expectativa dos fluxos de caixa futuros, no caso, por exemplo, de combinações de negócios. Todavia os Eventos Subsequentes também podem passar informações desfavoráveis, por exemplo, um sinistro decorrente da destruição por incêndio nas instalações da empresa, o que contribuiria para reduzir expectativa dos fluxos de caixa futuros.

Hendriksen e Van Breda (2007) mencionam que a contabilidade visa atingir dois objetivos. O primeiro indica que a divulgação de informação deve proporcionar a melhor alocação dos recursos e o segundo está relacionado com a proposta de que a informação deve possibilitar aos investidores a composição mais adequada da sua carteira de títulos considerando o risco e o retorno envolvido, em função dos preços vigentes no mercado. Em relação a esse assunto, Fama (1970) comenta que a não existência de correlação pode decorrer do fato da eficiência dos mercados. Ou seja, os preços dos títulos podem refletir integralmente as informações disponíveis, de modo que nenhuma informação relevante seria ignorada pelo mercado. Esse comportamento foi denominado de Hipótese do Mercado Eficiente – HME.

A HME defende que sempre que uma nova informação relevante é divulgada sobre um título, cujo conteúdo tem poder de alterar as expectativas dos investidores, o valor do ativo irá computar isso de forma rápida e adequada. A forma rápida está relacionada com a velocidade com que mercado reage e a forma adequada verifica a qualidade da reação. O mercado reage com velocidade notável, podendo inclusive se antecipar à divulgação de informação contábil (FAMA, 1970). Hendriksen e Van Breda (2007) apontam que no momento da divulgação dos lucros anuais, entre 85-90% da informação já estão refletidos no preço.

Nesse sentido a inquietação do estudo reside no fato de que nem todos Eventos Subsequentes, exigidos no CPC 24, tem potencial para conduzir conteúdo informacional ao mercado de capitais, a ponto de provocar oscilações significativas no retorno das ações, ou de antecipar essas informações no preço dos títulos. Assim, esta pesquisa busca responder a

seguinte questão: **Quais Eventos Subsequentes com divulgação exigida pelo CPC 24 provocam Retorno Anormal nas ações das empresas pertencentes ao IBOVESPA?** Consequentemente, o objetivo do estudo consiste em verificar o impacto da divulgação de Eventos Subsequentes no Retorno Anormal das ações em empresas que participam do IBOVESPA.

No âmbito empresarial a pesquisa contribui para explicar aos gestores como o mercado reage à divulgação de Eventos Subsequentes ocorridos entre o fechamento do período contábil e a data de autorização da emissão das Demonstrações Contábeis, principalmente pelo fato dos Eventos Subsequentes estarem relacionados, normalmente, com valores expressivos dentro da organização. No meio acadêmico, ajuda a aprimorar as investigações sobre o poder de o *disclosure* influenciar os agentes externos nas decisões relacionadas a investimentos em mercado de capitais. Quanto ao aspecto institucional, a análise dos dados pode orientar os organismos normativos sobre o efeito deste pronunciamento no ambiente externo, pois demonstra a reação do mercado quanto à emissão de normas. Nesse contexto, a pesquisa se diferencia das demais por verificar com mais profundidade um conteúdo específico dos relatórios e por serem raros os estudos que tratem pontualmente acerca da divulgação de Eventos Subsequentes no mercado de capitais brasileiros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Com a expansão do mercado, os detentores do capital não conseguiam mais administrar os negócios surgindo a necessidade de separar a propriedade do controle. Nesse cenário, os proprietários do capital - “principais”, contratam “agentes” para exercerem a função do controle dos recursos. Assim, surge a possibilidade de ocorrer comportamentos oportunistas por parte dos executivos que buscam maximizar seus interesses pessoais, mesmo sabendo que este comportamento pode prejudicar no futuro próximo. A Teoria da Agência discute a divergência de interesses que ocorre devido a separação da propriedade e do controle. Têm-se que as ações tomadas pelo Agente podem não coincidir com as diretrizes do Principal, deflagrando o conflito de interesse (JENSEN; MECKLING, 2008).

Em decorrência da separação da propriedade e do controle e, pelo fato dos acionistas não estarem diretamente envolvidos na gestão, cabe aos executivos as decisões operacionais, uma vez que estes são detentores de um maior número de informações. Esse desequilíbrio no acesso às informações é conhecido como assimetria informacional. Assimetria de informação é o fenômeno segundo o qual os agentes econômicos internos detêm mais informação do que os externos, que pode ampliar em ambas as partes o sentimento da desconfiança (WILLIAMSON, 1975). Fiani (2003) menciona que assimetrias de informação são diferenças nas informações que as partes envolvidas em uma transação possuem, particularmente quando essa diferença afeta o resultado final da transação.

A assimetria de informação não é um evento e sim um processo que irá ocorrer sempre que houver diferença de concentração de conhecimento entre duas (ou mais) partes que se relacionam contratualmente (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005). Com intuito de amenizar o problema de assimetria informacional, onde o acesso às informações é mais difícil para uma das partes do contrato, surge o papel da contabilidade. Todo sistema de contabilidade financeira ou societária pode ser analisado a luz da redução da assimetria informacional entre investidores e agentes envolvidos no conflito de agência (LOPES; IUDÍCIBUS, 2012). Assim, a exploração das características qualitativas da contabilidade reduz a assimetria informacional entre agentes à medida que apresenta informações. Além

disso, a evidenciação é uma forma de redução da assimetria da informação (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

Neste contexto de redução ou quebra de assimetria, a contabilidade apresenta um conjunto de normas. Dentre as diversas exigências impostas pela regulamentação contábil, têm-se a exigência de divulgação de Eventos Subsequentes, estabelecidos pelo CPC 24. Este pronunciamento tem por objetivo determinar (i) quando a entidade deve ajustar suas demonstrações em virtude de fatos relevantes ocorridos entre o término do período contábil e a data de autorização de emissão das Demonstrações Contábeis; (ii) as informações que devem ser divulgadas a respeito da data em que são concedidas a autorização para emissão dos relatórios contábeis e sobre os Eventos Subsequentes ao período contábil a que se referem estes demonstrativos.

Por Evento Subsequente ao período contábil entende-se todo evento positivo ou negativo, ocorrido entre o fechamento do período contábil e o momento em que a administração da entidade autoriza a emissão dos relatórios contábeis. O processo de autorização da emissão dos demonstrativos depende da estrutura da administração, das exigências legais e estatutárias ou dos procedimentos seguidos na preparação e finalização desses relatórios (CPC 24, 2009).

O CPC 24 (2009) menciona ser necessário divulgar as decisões sobre dividendos. Estabelece também que os eventos podem ser da modalidade que originam ajustes ou que não originam ajustes. Quanto aos eventos que exigem ajustes, têm-se aqueles vinculados a: 1) decisão ou pagamento em processo judicial, cuja obrigação já existia ao final daquele período contábil; 2) obtenção de informação mencionando que um ativo está desvalorizado ou que a perda por desvalorização está subavaliada e precisa ser ajustada, como, por exemplo, perda ocorrida em função de falência de cliente; 3) determinação do custo de ativos comprados ou do valor de ativos recebidos em troca de ativos vendidos; 4) determinação do valor referente ao pagamento de participação nos lucros ou referente as gratificações; 5) descoberta de fraude ou erro;

Destaca-se que há outros Eventos Subsequentes que não exigem ajustes às Demonstrações Contábeis, pois são indicadores de condições que surgiram após o período contábil das referidas demonstrações, mas mesmo assim, as empresas são obrigadas a divulgar estas ocorrências aos usuários. Mesmo não ocasionando ajustes, a ausência de divulgação de eventos significativos dessa natureza pode influenciar as decisões econômicas dos usuários. Nessa modalidade encontram-se: a) combinação de negócios importantes ou alienação de uma subsidiária importante; b) anúncio de descontinuidade de alguma operação; c) compras importantes de ativos, classificação de ativos mantidos para venda, outras alienações ou desapropriações de ativos importantes; d) destruição por incêndio de instalação importante; e) anúncio ou início de reestruturação importante; f) transações importantes envolvendo ações ordinárias; g) grandes alterações nos preços dos ativos ou taxas de câmbio; h) alterações na legislação tributária ou nas alíquotas de impostos; i) assunção de compromissos ou de contingências passivas significativas; j) início de litígio importante. Para esse segundo grupo de Eventos Subsequentes, a norma exige que para cada categoria significativa, a entidade deve divulgar a natureza do evento, bem como uma estimativa de seu efeito financeiro ou uma declaração da impraticabilidade de tal estimativa (CPC 24, 2009).

Outrossim, a Teoria da Hipótese de Mercado Eficiente (HME) defende que toda informação relevante é percebida pelo mercado. Na essência desta teoria, para que um mercado seja eficiente, é preciso que: a) não existam custos de transação nas negociações dos títulos; b) haja disponibilidade igualitária de toda informação para todos os usuários, sem custo; e c) exista a mesma expectativa quanto às implicações da informação disponível para todos participantes. Para um mercado aproximadamente eficiente é necessário que toda

informação disponível seja incorporada aos preços dos títulos imediatamente ou o mais rápido possível, sem viés (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007).

Ao longo do tempo, a HME tem sido apresentada em três categorias: Forma Fraca, Forma Semiforte e Forma Forte. A Forma Fraca utiliza informação passada. De acordo com essa categoria, não se obtém Retorno Anormal observando somente os retornos passados. As informações passadas não são relevantes para proporcionar Retorno Anormal no futuro. A Forma Semiforte utiliza informações públicas. Nessa categoria toda informação pública é incorporada imediatamente no preço dos ativos, impossibilitando que ganhos anormais ocorram em função dessa informação. Os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível – informações sobre preços correntes e passados, mas exclui qualquer informação privada. A Forma Forte utiliza informações privadas. Os preços refletem integralmente tanto a informação privilegiada (ou privada) quanto toda informação publicamente disponível. Um mercado eficiente na Forma Forte não permite ganhos anormais, mesmo de posse de informações.

Vários estudos têm apoiado a HME na categoria semiforte, de modo que ela é normalmente aceita nos mercados de títulos. Considerando a informação contábil, especificamente a divulgação de Eventos Subsequentes nas notas explicativas, o mercado é eficiente em sua Forma Semiforte porque a contabilidade é apenas uma das fontes publicamente disponíveis que divulga a ocorrência destes eventos. Outra justificativa é que quando as demonstrações financeiras são publicadas, as informações nela contidas já tenha se tornado pública ou tenha sido antecipada.

Diante dessa fundamentação pode-se defender a seguinte hipótese teórica: De acordo com HME na Forma Semiforte, não se espera que a divulgação de Eventos Subsequentes nas notas explicativas provoque Retorno Anormal. Porém espera-se que o mercado reaja ao evento no momento de sua ocorrência.

### **3 METODOLOGIA**

O presente estudo averiguou quais eventos do conjunto da divulgação de Eventos Subsequentes, exigidos no CPC 24, conduz conteúdo informacional ao mercado de capitais, a ponto de provocar oscilações estatisticamente significantes nos retornos anormais das ações no momento de sua ocorrência ou divulgação. Para viabilizar a pesquisa a amostra foi composta por empresas listadas na BM&FBOVESPA, que compõem a carteira do IBOVESPA e que participam com 1% ou mais do movimento do índice, conforme apresentado no Quadro 1:

**Quadro 1: Empresas que participam do IBOVESPA com mais de 1%**

Empresa	Part. (%)	Empresa	Part. (%)
AMBEV S/A	5,8	ITAUUNIBANCO	9,973
BANCO DO BRASIL	2,277	JBS	1,372
BRADESCO	9,237	KROTON	1,128
BRF SA	3,465	LOJAS RENNER	1,501
BMFBOVESPA	2,411	P.ACUCAR-CBD	1,856
CCR SA	1,695	PETROBRAS	12,617
CIELO	2,851	TIM PART S/A	1,093
CEMIG	1,34	ULTRAPAR	2,028
EMBRAER	1,539	VALE	9,826
GERDAU	1,335	TELEF BRASIL	1,351
ITAUSA	3,08	<b>TOTAL</b>	<b>77,8</b>

Fonte: BM&FBOVESPA (2014).

As empresas que participaram com 1% ou mais do IBOVESPA em 2013 representam 77,8% do movimento da carteira, sendo, portanto, expressivo na representatividade das empresas que compõem o índice. A amostra foi analisada no período de 2010-2013, totalizando 84 observações. A delimitação em 4 anos ocorreu porque somente a partir de 2010 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, por meio do CPC 24 que trata dos Eventos Subsequentes, o qual após ser convertido em Deliberação pela CVM tornou a divulgação obrigatória dos Eventos Relevantes.

Para definição da amostra foram analisadas as Notas Explicativas de todas as empresas a fim de separar aquelas que apresentaram ou não divulgação de Evento Subsequente no período de investigação. Observou-se que em 48 casos houve divulgação de Eventos Subsequentes em Notas Explicativas e em 36 casos não haviam informações, culminando na amostra final apresentada no Quadro 2 e 3:

**Quadro 2: Grupo 1 - Empresas com divulgação de Eventos Subsequentes**

Empresas	2010	2011	2012	2013
AMBEV S/A	x	X	x	x
BRASIL	x	X	x	x
BANCO BRADESCO AS	x		x	x
BRF AS	x	x	x	x
BMFBOVESPA			x	x
CCR AS	x	x	x	x
CEMIG	x	x	x	x
EMBRAER	x	x	x	
GERDAU	x	x	x	
ITAUSA		x	x	
JBS	x	x		
KROTON		x	X	
P.ACUCAR-CBD	x			x
PETROBRAS	x	x	X	x
TIM PART S/A				x
ULTRAPAR				x
TELEF BRASIL		x	X	x

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

**Quadro 3 - Grupo 2 - Empresas sem divulgação de Eventos Subsequentes**

Empresas	2010	2011	2012	2013
BANCO BRADESCO AS		x		
BMFBOVESPA	x	x		
CIELO	x	x	X	x
EMBRAER				x
GERDAU				x
ITAUSA	x			x
ITAUNIBANCO	x	x	X	x
JBS			x	x
KROTON	x			x
LOJAS RENNER	x	x	x	x
P.ACUCAR-CBD		x	x	
TIM PART S/A	x	x	x	
ULTRAPAR	x	x	x	
VALE	x	x	x	x
TELEF BRASIL	x			

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

O estudo centrou-se especificamente em verificar a existência ou não de Retorno Anormal em função da ocorrência e divulgação de informações vinculadas a quaisquer Eventos Subsequentes.

Para tratamento estatístico empregou-se Estudo de Eventos com intuito de verificar se a divulgação de Eventos Subsequentes provoca Retorno Anormal das ações. Após isso, os dados foram submetidos à análise confirmatória por meio de procedimentos multivariados utilizando a Regressão com Dados em Painel. O intuito foi o de verificar o efeito do Retorno Anormal Acumulado em cenários em que há divulgação de Eventos Subsequentes.

Os Retornos Anormais podem ser calculados por meio de três formas distintas: I) Retornos Ajustados à Média (constante); II) Retornos Ajustados ao Mercado; e III) Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado. Nesse estudo optou-se pela segunda modalidade, cuja implementação compara o retorno do título durante a janela do evento com o retorno de um índice apropriado de mercado. A diferença entre o valor do título e do mercado é denominada Anormal. No mercado de capitais brasileiro, o IBOVESPA tem sido o índice de comparação mais utilizado (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; FREITAS; MINARDI, 2013).

A janela de eventos utilizada no estudo foi composta por 5 dias após o evento (efeito da divulgação) e 5 dias antes do evento (reação antecipada do mercado). A janela de estimação foi de 220 dias, desconsiderando os dias sem negociação. Os retornos diários dos títulos foram calculados de acordo com o método logarítmico, tornando os dados menos assimétricos e aproximando-os de uma distribuição normal. Os cálculos dos retornos foram efetuados de acordo com a metodologia de Campbell, Lo e Mackinlay (1997), assim, os Retornos Diários - R (equação 1), Retornos Anormais - AR (equação 2), Retornos Anormais Acumulados - CAR (equação 3), Média dos Retornos Anormais Acumulados -  $\overline{CAR}$  (equação 4) e Teste t do CAR (equação 5), estão representados no Quadro 4:

**Quadro 4: Equações para cálculo dos retornos e Teste de Significância**

	Retorno	Equação	Descrição da Equação
1	Retornos Diários - R	$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$	Ln - Logaritmo natural; P <sub>i,t</sub> - Preço do ativo i na data t; P <sub>i,t-1</sub> - Preço do ativo em t-1;
2	Retornos Anormais – AR	$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{Index,t}$	R <sub>i,t</sub> - Retornos do ativo i no período t; R <sub>index,t</sub> - Retorno do mercado no período t;
3	Retornos Anormais Acumulados – CAR	$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^t AR$	
4	Média dos Retornos Anormais Acumulados - $\overline{CAR}$	$\overline{CAR}_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^n CAR}{N}$	N - Número de eventos;
5	Estatística T- Significância da CAR	$TesteT = \frac{CAR_{i,t}}{\sqrt{\text{var}(CAR)}}$	

Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay (1997).

Considera-se que outros fatores como o Tamanho da empresa, Alavancagem, Retorno do Patrimônio Líquido e Retorno do Ativo poderiam explicar um possível Retorno Anormal na janela de divulgação do evento. Assim, semelhante ao estudo de Freitas e Minardi (2013) analisa-se o efeito do Evento Subsequente no Retorno Anormal Acumulado (CAR) por meio da equação 6, incluindo as variáveis de controle citadas acima:

$$CAR_{-5,+5} = \alpha_0 + \beta_1 ES + \beta_2 TAM + \beta_3 ALAV + \beta_4 ROE + \beta_5 ROA \quad (6)$$

Em que,

CAR: Retorno Anormal Acumulado;

ES: Eventos Subsequentes;

TAM: Tamanho da empresa representado pelo Ln do Ativo;

ALAV: Alavancagem financeira;

ROE: *Return on Equity*;

ROA: *Return on Assets*.

Nesse modelo, o CAR foi considerado como variável dependente do estudo, sendo explicado pela ocorrência ou não de ES e 4 variáveis de controle, detalhadas no Quadro 5:

**Quadro 5: Variáveis explicativa e de controle do modelo de Regressão**

Variáveis	Descrição	Sinal esperado
<b>ES = Eventos Subsequentes</b>	Variável <i>Dummy</i> que assume valor 1 quando houve divulgação de Evento Subsequente e 0 quando não houve divulgação de Evento Subsequente.	+
<b>TAM = Tamanho da empresa</b>	Para representar o tamanho da empresa foi utilizada o LN do ativo.	+
<b>ALAV = Alavancagem</b>	Calculada pela divisão das Dívidas pelo Patrimônio Líquido.	-
<b>ROE = Return on Equity</b>	Rentabilidade do capital próprio.	+
<b>ROA = Return on Assets</b>	Rentabilidade dos ativos.	+

Fonte: Elaborado pelos autores.

Como a base foi formada por dados de 4 anos, a Regressão foi feita com dados em painel. Dados em painel referem-se a combinação de dados sobre diferentes unidades econômicas, referentes a diferentes períodos de tempo. O modelo geral está demonstrado na equação 7:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Em que,

$i$  - representa os diferentes indivíduos;

$t$  - representa o período de tempo que está sendo analisado;

$\beta_0$  - é o parâmetro de intercepto;

$\beta_1$  - coeficiente angular correspondente aos regressores do modelo;

$\varepsilon_{it}$  - é o termo de erro aleatório.

A regressão em painel é operacionalizada em função das variações dos modelos de Efeitos Fixos ou de Efeitos Aleatórios, a depender do comportamento das variáveis (HAIR *et al.*, 2009).

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A primeira análise realizada buscou verificar se o Retorno Anormal identificado na data da divulgação apresentava relação estatisticamente significativa com ocorrência ou não de Eventos Subsequentes. Para tanto uma regressão que considera a Retorno Anormal Acumulado como variável dependente foi realizada.

Para identificar possíveis *outliers* na base de dados, os mesmos foram submetidos à análise pela Distância de *Mahalanobis* ( $D^2$ ) que é uma forma padronizada da distância euclidiana. A Distância de *Mahalanobis* é uma medida generalizada desta distância que explica as correlações entre as variáveis de uma maneira que pondera igualmente cada uma delas. Executa um processo de padronização sobre os dados escalonados em termos de desvios-padrão e soma a variância-covariância interna de grupos, que ajusta correlações entre variáveis (HAIR, *et al.*, 2009). Os resultados mostraram que 12 observações foram consideradas atípicas e foram eliminadas da amostra.

Um painel curto foi composto com 72 observações para o período de 4 anos. A Estatística do teste de *Hausman*, indicou  $H = 4,02951$  com valor  $p = \text{prob}(\text{qui-quadrado}(5) > 4,02951) = 0,545175$ , demonstrando que o modelo de efeitos aleatórios é preferível ao modelo de efeitos fixos, uma vez que a hipótese nula do teste não pode ser rejeitada. Na Tabela 1 estão apresentados os resultados da regressão.

**Tabela 1: Resultado da Regressão com Efeitos Aleatórios**

	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor p
<b>Constante</b>	8,97707	6,75622	1,329	0,1885
<b>Eventos Subsequentes</b>	0,691549	,994321	0,6955	0,4892
<b>Tamanho</b>	-0,496055	0,359271	-1,381	0,1720
<b>Alavancagem</b>	-0,643629	1,30744	-0,4923	0,6242
<b>ROE</b>	3,67157	5,05516	0,7263	0,4702
<b>ROA</b>	-5,30934	13,0084	-0,4081	0,6845

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados indicam que a divulgação de Eventos Subsequentes não foi capaz de explicar de forma significativa os retornos anormais ocorridos na janela do evento. No modelo de regressão proposto observou-se também a inexistência de relação entre as variáveis de controle (Tamanho, Alavancagem, ROE e ROA) e o Retorno Anormal Acumulado, pois nenhum dos regressores apresentou significância. Isso indica que os Retornos Anormais pertencentes a esta amostra não pode ser explicado pela divulgação de Eventos Subsequentes, nem pelo tamanho ou alavancagem da empresa ou ainda pela rentabilidade obtida na data de encerramento do período contábil.

É possível que o mercado possa ter reagido antecipadamente à divulgação da informação, ou seja, no momento da ocorrência do evento e não no momento de sua divulgação formal por meio das Demonstrações Contábeis. Diante disso, cada evento ocorrido e divulgado na nota explicativa como Evento Subsequente foi analisado na data da sua ocorrência, com intuito de identificar quais eventos exigidos pelo CPC 24 provocam reação significativa no mercado.

Para a análise, em todo conteúdo divulgado nas Notas Explicativas no item Eventos Subsequentes foram verificados os eventos relevantes ocorridos no período de análise, totalizando 55 eventos. Como já mencionado na base teórica, os Eventos Subsequentes devem ser divulgados na nota explicativa respeitando a natureza do evento (item 21), assim os eventos foram agrupados conforme a estrutura proposta no CPC. Optou-se por apresentar apenas o sinal do Retorno Anormal obtido, se este foi significativo e em qual momento da janela temporal isso aconteceu (marcado em cinza).

No primeiro grupo de eventos estão descritos aqueles vinculados ao item 13 do CPC 24 – Declaração de Dividendos após o encerramento do período a que se referem. Os retornos provocados por anúncios desta natureza estão demonstrados na Tabela 2:

**Tabela 2: Retornos Anormais relacionados a Declaração de dividendos**

Empresa	Data	Evento	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AMBEV	17/02/12	Divulgação de dividendos	+	+	-	-	+	+	-	-	+	+	-
AMBEV	01/03/13		+	-	+	-	+	+	-	+	+	-	+
AMBEV	06/01/14		-	+	+	+	-	-	+	+	-	+	-
TELEF BRASIL	10/01/13		+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
TELEF BRASIL	25/02/14		+	-	-	-	-	+	+	-	+	-	-
BM&FBOVESPA	19/02/13		-	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-
BM&FBOVESPA	13/02/14		+	-	-	+	-	-	+	+	+	+	-
TIM	13/02/14		-	+	-	-	+	-	-	-	+	-	-
AMBEV	22/03/11	Pagamento de dividendos	-	-	-	+	+	+	+	-	-	-	+
AMBEV	10/04/12		+	-	-	-	-	+	+	+	+	-	+
AMBEV	23/01/14		-	-	+	+	+	-	-	-	+	-	-
TELEF BRASIL	18/02/13		+	+	+	+	-	-	+	-	+	+	-

Nota: Os símbolos “+” e “-” representam Retorno Anormal positivo e negativo, respectivamente, ocorridos na janela temporal. Os símbolos destacados em cinza foram significativos a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa

Os eventos relacionados com a Divulgação e o Pagamento dos dividendos foram mencionados 12 vezes na amostra analisada, apresentados na Tabela 2. Destes, 67% (8 de 12 casos) provocaram reação significativa no mercado no momento de sua ocorrência. Dentre todos os eventos analisados, a divulgação de dividendos foi o que apresentou retornos anormais significativos em mais dias na janela temporal -5+5, chegando a apresentar 3 retornos significativos (Ambev 2013). Os retornos ocorreram entre -4 e 4, porém 58% (7 de 12 casos) estão concentrados entre -2 e 2, indicando que há mais reação

em datas mais próximas ao anúncio.

Na Tabela 3 estão apresentados os eventos relacionados à letra (a) do item 22 do CPC 24: **Combinação de negócios importantes** ou a alienação de uma subsidiária importante. Nesse grupo foram considerados eventos como Aquisição de Participações, Incorporações, Criação de *Join Venture*, Transferência de Controle e Contribuição de Ações.

**Tabela 3: Retornos Anormais relacionados ao grupo de Combinação de negócios**

Empresa	Data	Evento	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AMBEV	28/01/14	Aquisição de participações	+	+	-	-	-	+	-	-	+	-	-
B BRASIL	25/04/11		-	-	+	-	+	+	+	+	-	+	+
BRF	16/01/13		+	-	+	-	-	+	+	-	-	-	+
CEMIG	09/02/12		-	-	+	-	+	+	+	-	+	+	-
CEMIG	12/03/13		+	+	+	-	+	-	+	+	+	+	+
EMBRAER	15/03/11		-	+	-	+	-	+	-	+	+	+	-
EMBRAER	13/03/12		-	-	+	+	+	-	+	+	+	-	-
ITAUSA	02/01/13		-	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+
AMBEV	02/01/14	Incorporação	-	+	-	+	+	+	-	-	+	+	-
AMBEV	30/07/13		+	-	-	+	-	+	+	+	-	-	+
BRF	09/02/12		-	-	-	-	-	+	+	-	-	+	+
PETROBRAS	31/01/11		-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-
ULTRAPAR	31/01/14		-	-	+	+	+	-	-	+	-	+	-
BRF	14/02/12		Criação de <i>Join Venture</i>	-	-	+	+	-	-	+	+	+	-
CEMIG	15/01/13	Transferência de controle	-	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-
AMBEV	17/06/13	Contribuição de ações	+	-	+	-	+	+	-	+	-	+	-

Nota: Os símbolos “+” e “-” representam Retorno Anormal positivo e negativo, respectivamente, ocorridos na janela temporal. Os símbolos destacados em cinza foram significativos a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observou-se que no evento **Aquisição de Participações**, mencionado na Tabela 3, houve Retorno Anormal estatisticamente significativo em 63% (5 de 8 casos) dos eventos, cujos dias da janela temporal variam entre -4 a 4, prevalecendo retorno negativo em mais de 60% dos casos. No caso da **Incorporação** houve Retorno Anormal significativo em 3 dos 5 casos (60%), com ocorrência nos dias -3 a 3 da janela temporal e maior incidência do sinal negativo. O evento Contribuição de ações apresentou Retorno Anormal significativo e positivo no dia -1. Os eventos Criação de *Join Venture* e Transferência de Controle não apresentaram significância.

O terceiro grupo analisado está relacionado com a letra (f) do item 22 do CPC 24: Transações importantes, efetivas e potenciais, envolvendo ações ordinárias, cujos retornos estão apresentados na Tabela 4. Nesse grupo foram considerados eventos como Abertura e Aumento de Capital, Desdobramento de Ações, Aquisição de ações de emissão própria e de não controladores.

**Tabela 4: Retornos Anormais evoluindo Transações com Ações Ordinárias**

Empresa	Data	Evento	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
CEMIG	18/01/12	Aumento de capital	+	+	+	-	+	+	-	+	-	-	-
KROTON	05/03/12		-	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+
KROTON	06/03/13	Desdobramento das ações	-	+	-	+	+	-	-	+	-	-	+
B BRASIL	20/02/13	Abertura de capital do BB seguridade	+	+	+	-	+	+	+	+	-	-	+
EMBRAER	23/01/12	Recompra de ações	+	-	-	+	-	-	-	+	-	-	+
GERDAU	02/02/11		-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	-
GERDAU	11/01/12		+	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-
ITAUSA	07/02/12	Aq. de ações de não controladores	-	-	+	-	+	+	+	+	+	-	+

Nota: Os símbolos “+” e “-” representam Retorno Anormal positivo e negativo, respectivamente, ocorridos na janela temporal. Os símbolos destacados em cinza foram significativos a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa

Quanto aos eventos do grupo que envolvem transações com ações ordinárias, percebeu-se que aqueles relacionados ao aumento de capital não provocaram Retornos Anormais significativos, demonstrando que o mercado não é sensível à esta informação. Já os eventos envolvendo desdobramento de ações, abertura de capital e Aquisição de ações de sua própria emissão apresentaram significância estatística em pelo menos um dia da janela temporal. Destes, o Desdobramento de ações gerou retorno negativo nos dia 1 e 3 após a ocorrência do evento, enquanto que a Abertura de capital e a Recompra de ações provocou reações positivas no mercado.

No grupo 4 foram concentrados os eventos vinculados à letra (i) do item 22 do CPC 24: Assunção de compromissos ou de contingência passiva significativa, conforme consta na Tabela 5.

**Tabela 5: Retornos Anormais evoluindo assunção de compromissos**

Empresa	Data	Evento	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
B BRASIL	27/02/14	Acordo de associação com os Correios	+	-	-	+	-	+	+	+	-	-	+
B BRASIL	05/03/14	Acordo Correios submetido ao CADE	-	+	-	+	+	+	-	-	+	-	-
P ACUCAR	11/01/11	Contratação de Seguro Garantia Estendida Diferenciada	-	+	+	-	+	-	-	-	-	+	+
CCR	04/02/13	Contratação de derivativos, via <i>swap</i>	+	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+
PETROBRAS	28/01/13	Contrato de financiamento	-	-	+	-	+	+	-	-	-	+	+
PETROBRAS	27/01/11	Emissão de títulos Global Notes	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+
PETROBRAS	06/02/12		-	-	-	-	-	+	+	-	+	-	+
PETROBRAS	14/01/14		-	-	-	+	-	-	+	-	+	-	+
CCR	21/02/11	Emissão de Debentures	+	-	-	+	-	+	+	-	-	+	+
CCR	05/06/14		+	+	-	+	+	-	-	-	+	-	+
CEMIG	14/01/14	Pagamento a debenturistas	-	-	-	+	-	+	-	+	+	-	+

Nota: Os símbolos “+” e “-” representam Retorno Anormal positivo e negativo, respectivamente, ocorridos na janela temporal. Os símbolos destacados em cinza foram significativos a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa

Observou-se que os eventos desta natureza apresentaram Retornos Anormais significativos em somente um dia da janela temporal e em apenas 45% (5 de 11) dos casos. Os retornos ocorreram entre os dias -5 e 4.

O último grupo analisado, concentra na Tabela 5 os eventos mencionados no item 22 do CPC 24, relacionados as letras (c) Compras importantes de ativos; (d) Destruição por incêndio; (e) Reestruturação importante; (g) Alterações importantes nos preços; e (j) Litígio Importante.

**Tabela 6: Retornos Anormais relacionados aos eventos: Compra de ativo importante; Destruição por incêndio; Reestruturação importante; Alteração nos preços e Início de Litígio**

Empresa	Data	Evento	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
		<b>Compra de ativo importante</b>											
CCR	19/02/13	Inauguração do aeroporto internacional de Quito	+	-	-	-	+	-	-	+	-	-	-
CEMIG	07/03/14	Formação de consórcio	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	-
		<b>Destruição por incêndio</b>											
BRF	05/03/11	Incêndio em uma fábrica	-	+	+	-	-	-	+	+	-	-	+
		<b>Reestruturação importante</b>											
CEMIG	24/03/11	Outorgada uma opção de venda ao Fundo de Investimento em Participação Redentor	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+
CCR	16/01/12	Alteração do objeto social do estatuto, incluindo a atividade aeroportuária	+	+	-	-	+	-	+	-	-	+	+
		<b>Alterações nos preços dos ativos</b>											
CCR	05/01/12	Celebração de termos aditivos aos contratos com a ARTESP - aumento de tarifa de pedágio	+	+	-	-	-	-	-	+	+	-	-
TELEF BRASIL	25/01/12	Homologação das novas tarifas para ligações fixo-móvel	+	-	-	-	+	-	-	-	+	-	-
		<b>Início de litígio</b>											
PETROBRAS	22/02/11	Defesa ao processo administrativo - ANP	+	-	-	-	+	+	+	-	+	-	+

Nota: Os símbolos “+” e “-” representam Retorno Anormal positivo e negativo, respectivamente, ocorridos na janela temporal. Os símbolos destacados em cinza foram significativos a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando nesse conjunto, 4 assuntos mencionados no CPC 24 como sendo de divulgação obrigatória, observou-se que somente 3 dos 8 eventos divulgados sensibilizaram o mercado no momento do seu anúncio. Apresentou reação no dia de sua ocorrência, a **Alteração do preço da tarifa para ligações fixo-móvel** e a Defesa apresentada pela Petrobrás requerendo que seja julgada improcedente a autuação, uma vez que os fatos sobre os quais se baseia a Agencia Nacional do Petróleo - ANP para concluir pela irregularidade do recolhimento da **Participação Especial não** correspondem à realidade.

No Quadro 6, apresenta-se o resumo dos eventos estudados, separados em dois grupos, estando na primeira coluna os eventos que provocaram Retorno Anormal, estatisticamente significativo na janela temporal em torno da ocorrência do evento e na segunda coluna, aqueles que não apresentaram significância.

**Quadro 6: Resumo dos Eventos Subsequentes com e sem Retorno Anormal significativo**

Retornos Anormais Significativos	Retornos Anormais não significativos
Divulgação de dividendos	Criação de <i>Join Venture</i>
Pagamento de dividendos	Transferência de controle
Aquisição de participações	Aumento de capital;
Incorporação de Ações	Aquisição de ações de não controladores
Contribuição de ações	Acordo com os Correios submetido ao CADE
Desdobramento das ações	Contratação de Seguro Garantia Estendida Diferenciada
Abertura de capital	Emissão de Debentures
Recompra de ações	Inauguração do aeroporto internacional de Quito;
Acordo de associação com os Correios	Incêndio em uma fábrica
Contratação de derivativos, via <i>swap</i>	Outorgada uma opção de venda ao Fundo de Investimento em Participação Redentor;
Contrato de financiamento	Alteração do objeto social do estatuto, incluindo a atividade aeroportuária;
Emissão de títulos <i>Global Notes</i>	Celebração de termos aditivos aos contratos com a ARTESP - aumento de tarifa de pedágio
Pagamento a debenturistas	
Formação de consórcio;	
Homologação das novas tarifas para ligações fixo-móvel	
Defesa ao processo administrativo - ANP	

Fonte: Dados da pesquisa.

Diante dos dados, identificaram-se quais eventos divulgados pelas empresas impactaram o mercado de forma significativa na sua ocorrência, os quais são coerentes com a obrigatoriedade de divulgação exigida pelo CPC 24. Também foram apontados os eventos que não afetaram o mercado, nem mesmo na sua ocorrência, e a sua inclusão como evento de divulgação obrigatória talvez possa ser repensado pelos órgãos normalizadores.

## 5 CONCLUSÕES

O estudo investigou os Retornos Anormais ocorridos no momento da divulgação das Demonstrações Contábeis, com intuito de analisar se empresas, em cujo conjunto de informações divulgadas havia Eventos Subsequentes, apresentavam Retorno Anormal e se, em caso afirmativo, esse retorno poderia ser explicado por esse fenômeno. A estatística do Estudo de Eventos permitiu detectar a existência de retornos anormais significativos dentro da janela do evento, tanto para as empresas com e sem divulgação de Eventos Subsequentes. Observou-se que antes da ocorrência do evento, o grupo de empresas que não divulgaram Eventos Subsequentes apresentaram um percentual maior de Retornos Anormais. Porém, a partir da ocorrência do evento, dia 0, o percentual de retornos anormais significativos foi superior no grupo de empresas que divulgaram Eventos Subsequentes. Esse comportamento pode indicar que a divulgação desse tipo de informação pode influenciar o mercado.

Para verificar se a divulgação de Eventos Subsequentes no corpo das Demonstrações Contábeis esta associada com o Retorno Anormal das Ações na data da publicação, procedeu-se inicialmente uma regressão com dados em painel pelo modelo de efeitos aleatórios, tendo

como variável explicada o Retorno Anormal Acumulado -5+5 e uma *dummy* representando o Evento Subsequente como variável explicativa. Tamanho, Alavancagem, ROE e ROA foram utilizadas como variáveis de controle. Nenhum dos coeficientes da regressão foi significativo, o que indica que o Retorno Anormal acumulado na janela de eventos -5+5 não foi influenciado pela divulgação de Eventos Subsequentes. Nesse sentido, entende-se que o mercado pode ter reagido antecipadamente à divulgação da informação, ou seja, no momento da ocorrência do evento e não no momento de sua divulgação formal por meio das Demonstrações Contábeis.

Diante disso, cada evento ocorrido e divulgado na Nota Explicativa como Evento Subsequente foi analisado na data da sua ocorrência, com intuito de identificar quais eventos exigidos pelo CPC 24 provocam reação significativa no mercado. Foram detectados 28 eventos distintos, resultando em 55 testes, pois vários ocorreram de forma repetida, identificando qual evento provocou Retorno Anormal no momento de sua ocorrência e portanto, se justifica sua obrigatoriedade de divulgação de acordo com o referido CPC. Dos 28 eventos analisados, 16 afetaram o mercado no momento de sua ocorrência, enquanto que 12 deles não geraram nenhum Retorno Anormal estatisticamente significativo.

Os eventos que provocaram retornos anormais no mercado no momento de sua ocorrência são: Divulgação de dividendos; Pagamento de dividendos; Aquisição de participações; Incorporação de ações, Contribuição de ações, Desdobramento de ações; Abertura de capital, Recompra de ações; Acordo de associação com os Correios; Contratação de derivativos via *swap*; Contrato de financiamento; Emissão de títulos *Global Notes*; Pagamento a debenturistas; Formação de Consórcio; Homologação de novas tarifas para ligações fixo/móvel e Defesa ao processo administrativo –ANP.

Os eventos analisados que não provocaram oscilação estatisticamente significativa nos retornos das ações são: Criação de *Join Venture*, Transferência de controle; Aumento de capital; Aquisição de ações de não controladores; Acordo com os Correios submetidos ao CADE; Contratação de seguro garantia estendida diferenciada; Emissão de debêntures; Inauguração do aeroporto internacional de Quito; Incêndio em uma fábrica; Outorgada uma opção de venda ao fundo de investimento em Participação Redentor; Alteração do Objeto Social do Estatuto, incluindo a atividade aeroportuária; Celebração de termos aditivos aos contratos com ARTESP – aumento de tarifa de pedágio.

Ao detectar os eventos que não se mostraram significativos, o estudo pode instigar reflexões aos órgãos normalizadores no sentido de analisar se estes realmente devem pertencer ao conjunto obrigatório de informações exigidas pelo CPC 24. Entende-se que se o evento não sensibiliza o mercado no momento em que ele efetivamente ocorre, então sua divulgação no corpo das Demonstrações Contábeis, mais especificamente em notas explicativas, talvez não seja relevante para os *stakeholders*.

Cabe salientar que o estudo contém limitações, pois parte dos eventos que não apresentaram significância ocorreram em menor frequência que aqueles que apresentaram, portanto, sugere-se que outros estudos sejam realizados, testando estes eventos com maior volume de ocorrência para confirmar ou refutar os resultados encontrados neste estudo.

## REFERÊNCIAS

BARROS, C. M. E.; ESPEJO, M. M. D. S. B.; FREITAS, A. C. A relevância da informação contábil no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica de companhias listadas na BM&FBOVESPA antes e após a promulgação da lei 11.638/07. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5 n. 1, p. 241-262, 2013.

- BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**, pg. 67-92, 1968.
- BLOOMFIELD, R. J.; WILKS, T. J. Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital. **The Accounting Review**, v.75, n.1, p. 13-41, 2000.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2014. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of accounting and Economics**, v.32, n.1,p. 237-333, 2001.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudo de evento: teoria e operacionalização. **Cadernos de Pesquisa em Administração**, v.10, n.3, p. 1-20, 2003.
- CAMPBELL J.Y.; LO A.W.; MACKINLAY A.C. **The Econometrics of Financial Markets**, Princeton University Press, New Jersey, 1997.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC nº. 24 – Eventos Subsequentes, de 17 de julho de 2009. Adoção inicial da Lei nº. 11.638/07.Deliberação CVM nº. 593/09. Disponível em <http://www.cpc.org.br/CPC>
- COPELAND, T.; WESTON, J.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 1000 p. Editorial Pearson Addison Wesley, New York, USA, 2005.
- DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Anpad, 2004.
- DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions. **Journal of Accounting Research**, v.5, n.3, p. 495-547, 2013.
- DIAMOND, D. W. Optimal release of information by firms. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1071-1094, 1985.
- DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, 2001.
- ECCLES R.G.; HERZ R.H.; KEEGAN E.M; PHILLIPS D.M.H. **The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game**. New York. John Wiley & Sons, Inc, ,2001.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work\*. **The journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FIANI, R. **Estrutura de mercado e inovação**. KUPFER, D. HASENCLEVER, L., Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil. RJ: Campos, 2003.
- FIELDS, T. D.; LYS, T. Z; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 255-307, 2001.
- FREITAS, A. D. P. N.; MINARDI, A. M. A. F. The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 4, p. 439-461, 2013.
- HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise**  
Revista Ambiente Contábil – ISSN 2176-9036 - UFRN – Natal-RN. v. 9. n. 2, p. 60 – 79, jul./dez. 2017.

**multivariada de dados.** Bookman, 2009.

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

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Van M. **Teoria da Contabilidade**; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente–1ª edição 1999–6ª reimpressão. São Paulo: Atlas, 2007.

HOPE, Ole-Kristian. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. **Journal of accounting research**, v. 41, n. 2, p. 235-272, 2003.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E.R.; SANTOS, A. **Manual De contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC.** São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da Teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de Disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras.** 118f. Tese (Doutorado) Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, 2007.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil.** Tese (Doutorado - Curso de Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, 2010.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p. 443- 464, 2010.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem.** São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. **Teoria Avançada da Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2012.

MACHADO, C. A.; DA CUNHA, M. F.; IARA, R. N.; GOMES, J. V. A Ocorrência de Retornos Anormais na Emissão de Debêntures e na Mudança de Diretoria: Um Estudo Sob A Perspectiva Da Divulgação De Fatos Relevantes. SEMINARIO EM ADMINISTRAÇÃO, SEMEAD 16, 2013, São Paulo, **Anais...** SP, SEMEAD, 2013.

MURCIA, F. D.; SOUZA, F. C.; DILL, R. P.; COSTA JUNIOR, N. C. A. Impacto do Nível de Corporativo na volatilidade das Ações de Companhias abertas no Brasil. CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, USP, 10, 2010, São Paulo **Anais ...** SP, Congresso USP, 2010.

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

WILLIAMSON, O. K. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications**. New York: Free Press, 1975.

ZHOU, H. The impact of increased accounting disclosure on information asymmetry: A case of implementing new auditing standards in emerging markets. **Available at SSRN 653063**, 2004.