

## EFEITO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS SOBRE O DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS QUE MIGRARAM PARA O NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NOVO MERCADO<sup>1</sup>

Wemerson Gomes Borges

[wemersongb@hotmail.com](mailto:wemersongb@hotmail.com)

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Eliane Cristina da Silva

[helyanecs@yahoo.com.br](mailto:helyanecs@yahoo.com.br)

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Ilírio José Rech

[ilirio@facic.ufu.br](mailto:ilirio@facic.ufu.br)

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Luciano Ferreira Carvalho

[lucianofc@ufu.br](mailto:lucianofc@ufu.br)

Universidade Federal de Uberlândia – UFU

### RESUMO

O objetivo do estudo é investigar o efeito da divulgação dos relatórios contábeis trimestrais (ITR), de empresas que negociavam ações no mercado tradicional da BOVESPA e migraram para o Novo Mercado, antes e depois da migração. Para isso, foi desenvolvido um estudo descritivo e quantitativo com base na estratégia de pesquisa de estudo de eventos. A amostra é composta por retornos de empresas no período de 2001 a 2013. Os resultados indicam que o mercado reagiu negativamente a migração das empresas para o nível de Governança Novo Mercado. Além disso, pôde-se verificar que os retornos anormais depois da publicação das ITRs e após a migração foram menores do que aqueles antes da migração. Os resultados desta pesquisa têm implicações práticas para investidores, reguladores e acionistas que estão interessados em entender o funcionamento do mercado financeiro e para empresas que precisam adotar estratégias para a valorização de suas ações e medidas para a proteção de seus acionistas minoritários.

**Palavras-Chave:** Relatórios contábeis; Novo mercado; Estudo de eventos.

## EFFECT OF THE ACCOUNTING INFORMATION DISCLOSURE ON THE PERFORMANCE OF SHARES OF COMPANIES THAT MIGRATED TO THE CORPORATE GOVERNANCE LEVEL NEW MARKET

<sup>1</sup> Recepção: 01/11/2015.

Aprovação: 05/04/2016.

Publicação: 30/06/2016.

## ABSTRACT

The objective of the study is to investigate the effect of disclosure of quarterly financial reports, companies that traded shares in the traditional market of BOVESPA and migrated to New Market, before and after migration. For this, we developed a descriptive and quantitative study based on event study research strategy. The sample consists of companies returns from 2001 to 2013. The results indicate that the market negatively reacted to migration of companies to the level of New Market Governance. In addition, it was observed that the abnormal returns after the publication of the ITRs and after migration were lower than those before migration. The results of this research have practical implications for investors, regulators and shareholders who are interested in understanding the functioning of the financial market and companies need to adopt strategies for the recovery of their actions and measures for the protection of minority shareholders.

**Keywords:** Accounting reports; New market; Event study.

## 1. INTRODUÇÃO

Neste artigo adota-se a perspectiva da teoria de agência, segundo a qual a separação entre propriedade e controle gera um conflito. Neste contexto, mecanismos de controle são usados com o objetivo de fazer o administrador a agir de acordo com o interesse dos investidores. Os mecanismos de controle se dividem em internos e externos. Os internos compreendem planos de incentivo gerencial, monitoramento de diretores e trabalhadores. Os mecanismos externos compreendem a proteção de investidores externos contra a expropriação de *insiders*. Uma importante ferramenta deste mecanismo são os relatórios contábeis que são auditados e divulgados com dados quantitativos sobre a posição financeira e o desempenho da empresa. Uma informação mais completa divulgada por parte da empresa reduz a assimetria de informações (JENSEN; MECKLING, 1976).

A questão das informações assimétricas nasce quando compradores e vendedores não estão perfeitamente informados sobre a qualidade dos bens negociados no mercado. Em uma operação de venda de títulos, as empresas buscam captar recursos para financiar seus projetos de investimento. Do outro lado da operação existem os investidores que buscam alternativas de investimento que maximize o retorno esperado. O problema de informação assimétrica surge quando o investidor não pode obter todas as informações necessárias de cada empresa para escolher a melhor alternativa. Em outras palavras, uma das partes (a empresa, tomadora de empréstimo) tem mais informações que a outra (o investidor, que está emprestando o capital).

Neste sentido, a divulgação das informações por meio de relatórios contábeis, desempenha um papel importante, uma vez que, já suportados por uma opinião de auditores independentes, proporcionam maior segurança aos *stakeholders*. Segundo Healy e Palepu (2001), a transparência na relação entre empresa e mercado é obtida por meio da divulgação de relatórios financeiros da empresa, sendo fundamental para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente.

Com o objetivo de reduzir o conflito de agência, surge em meados da década de 80 em países com mercado de capitais desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra, e posteriormente, na década de 90, em países com mercados de capitais em desenvolvimento, como o Brasil, a Governança Corporativa. No Brasil, a partir do ano de 2001 surgem três níveis de Governança Corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Empresas que aderiram voluntariamente a um dos três níveis de boas práticas de governança corporativa se comprometem a divulgar informações além das exigências legais. O objetivo é a maior transparência aumentando o clima de confiança da empresa com os investidores externos. Carvalho (2003) testou o efeito da adesão a um dos níveis de Governança Corporativa e chegou à conclusão que houve um aumento do valor da ação, bem como do volume de negociação e da liquidez das ações. Concluiu também que a volatilidade macroeconômica exerceu um menor impacto sobre os preços das ações após a adesão.

Dentro da perspectiva da Teoria de Agência e considerando os mecanismos de Governança Corporativa, no sentido de que, teoricamente, a Governança pode reduzir a assimetria informacional, este artigo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual é o efeito da divulgação das demonstrações contábeis, antes e depois da migração para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado, sobre os retornos das ações?

O objetivo do estudo foi investigar o efeito da divulgação dos relatórios contábeis trimestrais (ITR), de empresas que negociam ações na Bovespa e migraram para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado, antes e depois da migração. Pretende-se verificar se o conteúdo informacional dos relatórios contábeis foi elevado após a migração, a ponto de refletir no desempenho das ações das empresas. Como medida de desempenho utilizou-se o retorno da empresa nos dias seguintes a divulgação dos relatórios contábeis, medido pela diferença entre a cotação da ação na data  $t$  ( $P_t$ ) e a cotação da ação na data  $t-1$  ( $P_{t-1}$ ). O método utilizado foi o estudo de eventos, consistindo em medir os retornos anormais das empresas num período anterior e posterior a adesão às boas práticas de Governança Corporativa.

Este estudo justifica-se porque o *disclosure* de informações tem um papel fundamental para avaliação de oportunidades de investimentos em uma economia, pois auxiliam os investidores a alocarem seus recursos de forma eficiente frente às outras opções disponíveis no mercado. Além disso, a informação contábil ajuda o investidor externo a controlar e fiscalizar a empresa investida. Medir o efeito da divulgação de relatórios contábeis antes e depois da migração, para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado pode ser de grande importância para se verificar a eficiência dessas boas práticas em aumentar a transparência (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

A presente pesquisa têm implicações práticas para participantes que estão interessados em entender o funcionamento do mercado de capitais e para corporações que precisam adotar estratégias para a valorização de suas ações e medidas para a proteção de seus acionistas minoritários.

O artigo divide-se em quatro partes além desta introdução. Na seção dois é feita uma revisão da literatura. Na seção três os dados e amostra são apresentados e a metodologia de estudo de eventos explicada. Em seguida, na seção quatro, os resultados são apresentados. Por fim são tecidas as últimas considerações.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

## 2.1 Teoria de Agência e Governança Corporativa

A separação entre propriedade e gestão promoveu a dispersão da propriedade e consequentemente trouxe mudanças significativas para as organizações. Findado o século XIX, as empresas eram controladas por seus fundadores, até mesmo as sociedades anônimas, o que ocorria em todas as partes do mundo. Ao longo do século XX têm-se os processos sucessórios, o avanço das sociedades anônimas de capital aberto e o desenvolvimento do mercado de capitais, que afetaram diretamente a estrutura organizacional. Os executivos contratados com poder efetivo passaram a controlar as organizações, porém com interesse diferenciado aos dos proprietários. Os objetivos das organizações deixaram de se limitar à maximização da riqueza dos proprietários e inseriram-se, no processo decisório, os interesses dos gestores que, em muitas situações, diferem dos interesses dos proprietários. Assim, esse conflito passou a ser observado no interior das companhias (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

A divergência de interesses no campo da teoria é definida como a teoria da agência, na qual as conveniências, em determinadas situações, convergem e, em outras, divergem. A teoria da agência se aplica a um contrato no qual o principal emprega outra pessoa, o agente, para desempenhar tarefas em seu favor por meio da delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente (JENSEN; MECKLING, 1976). A separação entre propriedade e controle é o ponto central para o estudo das relações entre o acionista (principal) e o administrador (agente).

Considerando que os interesses entre principal-agente são divergentes e que as informações são assimétricas, nascem os conflitos de agência. Se, tanto o agente como o principal, agem buscando maximizar as suas utilidades pessoais espera-se que haja um conflito de interesse entre as partes e que o agente nem sempre atenda aos interesses do principal (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

O problema de agência, segundo Coase (1937), nasce de uma teoria chamada visão contratual da firma. Segundo esta teoria a firma pode ser entendida como uma conexão de contratos entre clientes, fornecedores, trabalhadores, executivos e investidores. Nesta teoria, proprietários e gestores assinam um contrato no qual especificam como os gestores devem agir. Como não existem contratos completos, que preveem todas as ocorrências, a elaboração dos contratos devem conceder direitos residuais aos gestores para que possam tomar decisões em situações não previstas.

Se todas as ocorrências futuras pudessem ser previstas, os mecanismos de boas práticas de Governança Corporativa não seriam necessários. Em resposta ao conflito de Agência e às expropriações da riqueza do proprietário por parte do gestor (empresas com estrutura de propriedade pulverizada) e dos acionistas minoritários por acionistas controladores (empresas com estrutura de propriedade concentrada), surge um conjunto de mecanismos que busca harmonizar a relação entre gestores e acionistas pela redução dos problemas de agência, chamado de Boas Práticas de Governança Corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. (CVM, 2002)

O movimento que criou os mecanismos de igualdade de direitos e mais *disclosure* das organizações nas relações com o mercado investidor iniciou-se nos Estados Unidos em meados da década de 80 em resposta à necessidade de valorização das ações para posterior venda. No Brasil, segundo Carvalho (2008) a estrutura de Governança Corporativa surgiu na década de 90 pelo crescimento da bolsa de valores em função da abertura da economia brasileira, pelo programa de privatização do governo, pela estabilização da moeda e maior facilidade no acesso a investimentos no país.

Em junho de 2001, foi criado o Índice de Governança Corporativa com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações que aderiram a um dos três Níveis de Governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). As ações que fazem parte da carteira são ponderadas pela multiplicação do seu valor de mercado por um fator de Governança, sendo esse fator igual a 2 para ações do Novo Mercado, igual a 1,5 para ações do Nível 2 e 1 para ações do Nível 1. Vale notar que a participação de uma empresa nesse índice não poderá exceder a 20%. Tal carteira é reavaliada quadrimestralmente, ao final de abril, agosto e dezembro para verificação do limite máximo de participação e requisitos mínimos de liquidez. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa passaram a vigorar a partir de junho de 2001 quando dezenove empresas aderiram ao Nível. (BMFBOVESPA, 2014)

A adesão a um dos três níveis de Governança é voluntária e a exigência quanto a quantidade e qualidade das informações divulgadas é maior do que as exigências para aquelas empresas do segmento tradicional. O segmento com maiores exigências é o Novo Mercado.

Com a intenção de aumentar sua visibilidade e focando especialmente os investidores estrangeiros, a empresa deve: (a) Ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o IFRS ou US GAAP. Para o cumprimento desse requisito, em função da sua complexidade, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos. (b) Elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com os padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Novo Mercado, traduzidas para a língua inglesa (BMFBOVESPA, 2014).

## 2.2 Nível de *Disclosure* e Informação Contábil

Segundo Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990), *disclosure* pode ser conceituado como a divulgação de informações contábeis quantitativas, se numérica, ou qualitativa, expressa por meio de sentenças, comunicada pela empresa por meio de canais formais ou informais, que tem como objetivo fornecer informações úteis aos usuários. O *Disclosure* está relacionado ao conceito de transparência corporativa que é definida por Bushman, Piotrosky e Smith (2004) como a disseminação de informação relevante e confiável acerca do desempenho operacional, desempenho financeiro, oportunidades de investimento, governança, valores e risco.

Ronen e Yaari (1993) e Kolsi (2012) argumentam que o *Disclosure* tem um duplo papel, monitorar as ações dos gestores e fornecer informações sobre o valor da empresa que afeta o preço de mercado no contexto da Hipótese de Mercados Eficientes.

Neste sentido, Garcia et al. (2007) afirmam que o grande desafio de uma organização é a informação, pois é ela que dá o apropriado suporte a tomada de decisão dos gestores. Muitas vezes, um sistema adequado para tomada de decisão, em tempo oportuno, requer, além da vital identificação da necessidade de um bem, a disposição de diversos recursos, como humanos, temporais, físicos, financeiros, dentre outros.

Para que a informação seja capaz de proporcionar benefícios ao usuário, deve apresentar algumas características básicas, definidas pelo Conselho Federal de Contabilidade, na NBC T 1/1995, que trata das características da informação contábil que são: confiabilidade, tempestividade, compreensibilidade, comparabilidade. A informação, para ser relevante, necessita ser verdadeira, confiável, e passível de compreensão por todos os usuários. Deve chegar ao conhecimento do tomador de decisões em tempo hábil para sua utilização e que seja passível de comparação num intervalo de tempo (GARCIA et al. 2007, p.128).

Para Bushman, Piotrosky e Smith (2004), partindo da premissa de que quanto maior for o seu poder de auxiliar as tomadas de decisões dos usuários, maior valor terá a informação, pode-se considerar que o valor da informação se baseia na utilidade desta, ou seja, o quanto a informação satisfaz as necessidades dos tomadores de decisões, dando-lhes o amparo de que precisam. É importante destacar que o valor da informação é pessoal e, portanto, diferente para cada usuário, dependendo de sua necessidade.

Murcia e Santos (2009), investigam quais são as principais práticas de *disclosure* voluntário das companhias abertas do Brasil. Os autores constataram que as informações evidenciadas por um maior número de empresas são: exposição cambial, identificação dos riscos do negócio, discussão do setor, demonstração do fluxo de caixa e EBITDA.

Quanto à importância da informação contábil e sua relação com a reação dos preços das ações, deve-se tomar emprestado os conceitos da Hipótese de Mercados Eficientes. Segundo esta teoria, os preços atuais das ações variam de acordo com a expectativa dos investidores sobre os fluxos de caixa futuros das empresas detentoras destas ações. Segundo Watts e Zimmerman (1986), “empiricamente, lucros contábeis podem estar associado com fluxos de caixa. Se eles estão associados, então lucros contábeis da firma para o período atual pode fornecer informações sobre o fluxo de caixa da firma e sobre o fluxo de caixa futuro esperado”.

Porém, não apenas informações contábeis afetam a expectativa dos investidores sobre os fluxos de caixa futuros. Informações sobre o setor, sobre a economia do país e sobre o mercado de capitais internacionais, entre outros fatores, também afetam tanto os preços atuais das ações quanto os fluxos de caixa futuros. Portanto, apesar dos relatórios contábeis, possuírem conteúdo capaz de afetar os preços e retornos das ações, não necessariamente isso ocorrerá em função de outros fatores que também afetam.

Dado o ruído dos retornos das ações, fontes alternativas de informação, tais como relatórios de lucros, poderiam fornecer medidas mais intimamente associados com o desempenho da gestão. Além disso, o retorno reflete apenas o componente inesperado pelo mercado e é influenciado por uma série de fatores exógenos (Warner et al. 1988, p.464).

Quando uma empresa assume voluntariamente o compromisso de fornecer melhores informações, segundo a BMFBOVESPA (2014), a melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia reduz incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia. Tais fatores são evidências de que ocorreu a redução do conflito de interesse uma vez que aumentou a disposição de compra, por parte dos investidores.

## 2.3 Reação do mercado à divulgação das informações financeiras

O aumento e a disponibilidade de dados sobre o preço de ações e títulos possibilitaram pesquisas para verificar o comportamento do mercado sobre a divulgação das demonstrações financeiras. A partir desses estudos, foi possível identificar a importância da Governança Corporativa para assegurar informações confiáveis e relevantes. Nesse sentido, Sarlo Neto (2004) desenvolveu um estudo testando o efeito da divulgação das demonstrações contábeis sobre os preços das ações. O objetivo foi verificar se o conteúdo informacional das demonstrações contábeis divulgadas é refletido nos preços das ações. Nas palavras de Sarlo Neto (2004), “o objetivo é demonstrar a utilidade da contabilidade como fonte de informação para o mercado”. O método utilizado foi o estudo de eventos no período de 1995 à 2002 envolvendo 108 ações de 92 empresas da BOVESPA. Os resultados indicaram a reação dos preços das ações à divulgação das demonstrações contábeis, evidenciando a importância das demonstrações como fonte de informações para o mercado. Além disso, o mercado reage com mais rapidez quando o resultado divulgado na demonstração é negativo.

Em um estudo posterior, Sarlo Neto et al. (2009) investigam a reação dos preços das ações à divulgação das informações contábeis. O objetivo foi verificar se os retornos anormais são sensíveis ao tipo da ação, a regulamentação, o controle acionário e a liquidez. O método utilizado foi a Análise de Variância Multivariada (MANOVA) no período de 1995 a 2002 para ações de empresas que fazem parte da BOVESPA. A conclusão do estudo é a de que as características controle acionário e liquidez influenciam os retornos anormais. As demais características não apresentaram retornos anormais com significância estatística.

Nesta mesma linha, Castro e Marques (2013) desenvolveram um estudo com o objetivo de investigar o impacto da divulgação das informações contábeis no preço das ações. O método utilizado foi o estudo de eventos, em que o evento investigado foi a data de divulgação das ITRs e IANs de 42 ações de empresas pertencentes ao Ibovespa, no período de 2007 a 2009. Os resultados apontam para um efeito significativo (retorno anormal acumulado) apenas no ano de 2009 para as informações trimestrais, não sendo encontrados retornos anormais com significância estatística para os demais anos.

Em outro estudo semelhante, Carvalho (2008) investigou, entre outras coisas, a reação do mercado à divulgação de relatórios contábeis (ITRs e IANs) de empresas que fazem parte do Índice de Governança Corporativa. A amostra compreende dados diários entre janeiro de 2003 e dezembro de 2007. O método utilizado foi o estudo de eventos com uma janela de estimação de 21 dias (+10, 0, -10). Os resultados mostraram que retornos anormais foram observados em dias anteriores, o que pode significar um possível vazamento de informações, e posteriores, apontando para uma reação retardada do mercado. Além disso, foi feita uma regressão por Mínimos Quadrados Ordinários utilizando os retornos anormais como variável dependente. As variáveis, tamanho e retorno de mercado foram às principais variáveis explicativas dos Retornos Anormais Acumulados.

Terra e Lima (2006) investigaram se a divulgação de relatórios contábeis (anuais e Trimestrais) de empresas que negociam ações na BOVESPA, afeta igualmente as empresas do segmento tradicional e as empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Como método foi realizado um estudo de eventos das empresas com maior nível de liquidez no período de 1995 a 2002. Os resultados revelam que o mercado reage de forma diferenciada (apresentando retornos anormais no dia do evento) à divulgação das demonstrações de empresas com governança corporativa apenas quando estas empresas são privadas e quando divulgam seus relatórios pontualmente.

Diferentemente dos estudos anteriores, Takamatsu et al. (2008) averiguaram a reação do mercado em relação a divulgação de prejuízos de empresas que negociam ações na Bovespa. Como método utilizou-se o estudo de eventos e a amostra foi composta por 40 eventos de 22 empresas de capital aberto no período de 2000 a 2004. Os resultados apontam para a reação negativa do mercado à divulgação dos prejuízos pelas empresas. Além disso, o mercado mostrou-se eficiente na forma semiforte, com a reação desaparecendo dois dias após a divulgação do resultado (data zero do evento).

Um dos primeiros estudos a investigar a adesão sobre as boas práticas de Governança foi feito por Carvalho (2003), utilizando dados do período de janeiro de 2001 a julho de 2002, realizou um estudo em que procurou avaliar o efeito da adesão ao NM e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) sob três aspectos, preço, liquidez e volatilidade. A amostra era composta por 18 empresas que migraram entre junho de 2001 e maio de 2002. O método utilizado foi o Estudo de Eventos. Os resultados indicam que a adoção de melhores práticas por meio da migração tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Já, Antonelle et al. (2014) realizaram um trabalho com o objetivo de determinar a janela de evento que melhor explica a relação entre a adesão ou migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA e a valorização das ações das empresas. Como método optou-se pela utilização de estudos de eventos, com a adoção do Modelo Estatístico de Mercado para averiguar o tamanho ótimo da janela de evento para a relação entre a adesão ou migração aos NDGC e a valorização das ações. Foram estabelecidas janelas de tamanhos diferentes no intervalo de 70 pregões em torno do evento. Os resultados indicaram que em 49,3% dos casos, verificou-se pelo menos uma janela em que o efeito do evento foi significativo, indicaram a presença de retornos anormais, mas não são suficientes para determinar a janela que efetivamente representa a relação entre a adesão ou migração aos NDGC e a valorização das ações.

Considerando uma abordagem mais específica, Camargos e Barbosa (2010) analisaram o impacto da adesão aos NDGC com o objetivo de identificar se ocorreram mudanças significativas no retorno acionário anormal e na liquidez, esta última identificada pelas variáveis: quantidade de negociações; quantidade de títulos; e volume financeiro negociado em períodos próximos à adesão. O método utilizado foi um Estudo de Eventos. A análise foi feita em uma amostra 32 ações preferenciais, e em outra composta por 17 ações ordinárias. Os resultados indicam que a adesão aos NDGC não resultou na criação de riqueza para os acionistas no período analisado; resultou no aumento da liquidez, tanto para as ações preferenciais como para as ordinárias; e quanto à adesão ao nível II, não apresentou um impacto maior sobre a liquidez quando comparada à adesão ao nível I.

Bressane (2015) desenvolveu um estudo com o objetivo de analisar as anomalias observadas nos preços das ações após os anúncios de recompra. Os resultados da pesquisa identificam características únicas do mercado brasileiro, como por exemplo, o alto nível de recompras anunciadas e não executadas. Esta discrepância entre os anúncios e as execuções resulta na identificação de um efeito reputacional, por meio do qual empresas que possuem histórico de execução apresentam retornos anormais ao redor das datas de anúncio dos programas de recompra. Também foram obtidas evidências positivas do papel da governança

corporativa e da existência de uma relação significativa entre a execução das recompras e as negociações de ações realizadas pelos *insiders*.

Utilizando uma abordagem diferente, Luz, Silva e Coelho (2008) verificaram se as ações das empresas após a divulgação de sua entrada para a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) sofreram uma valorização significativa, de acordo com a “teoria dos *stakeholders*”. Investigaram também o impacto de sua saída do índice. Esperava-se uma desvalorização, de acordo com a “teoria dos *stakeholders*”. O método utilizado foi o estudo de eventos. Os resultados não apontaram valorização das ações na entrada das empresas no índice nem desvalorização na saída.

Gabriel et al (2013) desenvolveram um estudo de eventos com o objetivo de verificar qual o comportamento dos preços de ações de companhias que pertencem aos segmentos da linha branca (eletrodomésticos), móveis, papel e celulose, nos dias próximos ao comunicado do governo sobre a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Os resultados apontaram para retornos anormais significativos nos dias t-1 e t-2 a t+3. Os resultados mostraram ainda que o mercado de capitais brasileiro não apresentou comportamento condizente com a Hipótese de Mercado Eficiente na forma semiforte.

Gonçalves (2015) desenvolveu um estudo em que investiga se o evento de divulgação da informação social é determinante para melhoria do retorno acionário das empresas brasileiras de capital aberto. Foram analisadas 254 observações de 49 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2012. Os resultados encontrados indicam que, em empresas com maior informação social há uma tendência de maiores retornos, sobretudo imediatamente após a divulgação da informação

### 3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este estudo quanto aos objetivos é classificado como descritivo que segundo Gil (1999) tem como objetivo descrever a característica de alguma população ou fenômeno ou inserção de analogias entre suas variáveis. Quanto a abordagem foi uma pesquisa quantitativa que segundo Richardson (2011) procura garantir a precisão dos resultados, impedindo assim que hajam distorções de análises e interpretações, garantindo maior segurança quanto as inferências coletadas.

A amostra é composta por 15 empresas que migraram do mercado tradicional da BOVESPA para o Novo Mercado no período compreendido entre janeiro de 2001 e dezembro de 2013. As empresas que compõem a amostra deste estudo, acompanhadas das datas de migração, estão listadas, na tabela 2, no Apêndice.

O método utilizado neste artigo foi o Estudo de Eventos, com o objetivo de verificar a presença de retornos anormais em torno de dois eventos, neste estudo definidos como: (a) Data da migração para o nível Novo Mercado; (b) Data de divulgação dos relatórios contábeis trimestrais (ITR) de empresas que aderiram às boas práticas de governança corporativa.

Implica verificar se os retornos obtidos nesses dias são diferentes daqueles considerados normais e em seguida verificar se o evento ocorrido após a migração para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado apresentou retorno anormal, estatisticamente significativo, maior do que o retorno apresentado antes do evento. O artigo testou as seguintes hipóteses:

- $H_{n1}$  – A migração de uma empresa para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado proporciona retornos anormais maiores de suas ações;
- $H_{n2}$  – Os retornos anormais das ações depois da divulgação das ITRs, após a migração da empresa para o nível de Governança Novo Mercado, são maiores do que os retornos anormais após a divulgação das ITRs antes da migração para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado.

Campbell, Lo e Mackinley (1997), definem seis etapas do estudo de evento: (i) Definição do evento; (ii) Critério de seleção (base de dados utilizada; seleção do setor econômico; nível de liquidez); (iii) Determinação de retornos normais e anormais; (iv) procedimento de estimação; (v) testes de significância; (vi) Resultados empíricos.

O evento escolhido para o teste foi a divulgação das Demonstrações contábeis trimestrais (ITR) antes e depois da migração para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado. Foram selecionados 3 datas de eventos (ITR) antes da Migração para o nível de Governança Novo Mercado e 3 datas de eventos (ITR) após a migração ao Nível de Governança Novo Mercado, totalizando 90 datas de eventos compreendidos entre janeiro de 2001 e dezembro de 2013. Além disso, foi realizado o estudo para a data de migração das empresas, totalizando em 15 datas de eventos (migração). O cálculo da taxa de retorno utilizou a forma logarítmica com o objetivo de tornar a distribuição mais simétrica aproximando-a de uma curva normal. O retorno do título pode ser estimado por meio da equação um a seguir:

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

Em que,

R = Retorno

P<sub>t</sub> = É o preço da ação na data t

P<sub>t-1</sub> = É o preço da ação da data t-1

A determinação de retornos normais e anormais é uma etapa chave no processo de desenvolvimento do estudo de eventos. É nessa fase que os retornos estimados na janela de eventos são confrontados com os retornos considerados normais para constatar a presença de retornos anormais. Para Camargos e Barbosa (2003), o retorno normal é definido como aquele esperado nas situações em que o evento não ocorreu. De outra forma o retorno anormal pode ser definido como o retorno calculado de um título menos o retorno considerado normal. Pode-se estimar o retorno anormal por meio da equação dois a seguir.

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

Em que,

$RA_{it}$  → Retorno anormal para uma empresa i no período t

$R_{it}$  → Retorno observado para uma empresa i no período t

$E(R_{it})$  → Retorno esperado para uma empresa i no período t

Segundo Mackinlay (1997), o desempenho normal ou retorno esperado pode ser estimado por modelos estatísticos ou econômicos. Entre os modelos estatísticos destacam-se, o modelo ajustado à média, o modelo ajustado ao mercado e o modelo de mercado padrão. Entre os modelos econômicos destacam-se, o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e

o APT (*Arbitrage Pricing Theory*). Neste estudo adotou-se o modelo de mercado padrão que segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), após testar o modelo ajustado ao mercado, o modelo de mercado padrão e o CAPM, afirmam que o modelo de mercado padrão é o mais eficaz na captação de retornos anormais. O modelo de mercado padrão é dado pela seguinte equação:

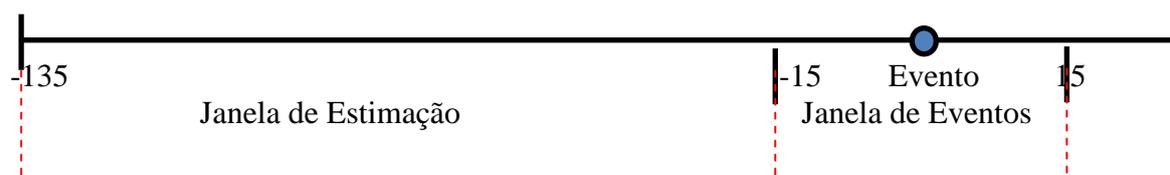
$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que,

$R_{it}$  é o retorno do título e;

$R_{mt}$  é o retorno da carteira de mercado aqui representado pelo retorno do Índice Bovespa.

Na etapa de procedimento são estimadas, a janela de estimação e a janela de eventos. Na janela de estimação o cálculo do retorno normal é realizado. Nesta etapa, definiu-se como janela de eventos um período de 30 dias, compreendendo 15 dias antes do evento e 15 dias depois. A janela de estimação, como sugerido por Mackinlay (1997), foi definida como 120 dias, não incluindo o período da janela de eventos.



Com o objetivo de testar a significância da anormalidade dos retornos, foram utilizados dois métodos, sendo um paramétrico (teste t) e um teste de sinais não paramétrico (teste de Wilcoxon). O objetivo do teste t é verificar o quanto os retornos anormais na janela de eventos diferem de zero. O teste t pode ser realizado a partir da divisão entre o retorno anormal médio e o erro padrão. A equação quatro a seguir indica o método para o cálculo do teste paramétrico.

$$t = \frac{\overline{AR}}{ep} \quad (4)$$

O teste de sinais não paramétrico de Wilcoxon é baseado no conceito de que a soma dos “ranks” para as amostras acima e abaixo da média devem ser similares. Além disso, o teste deve ser realizado quando a premissa de normalidade dos retornos é relaxada. O objetivo do teste não paramétrico é confirmar os resultados obtidos a partir do teste paramétrico (GEHAN, 1967).

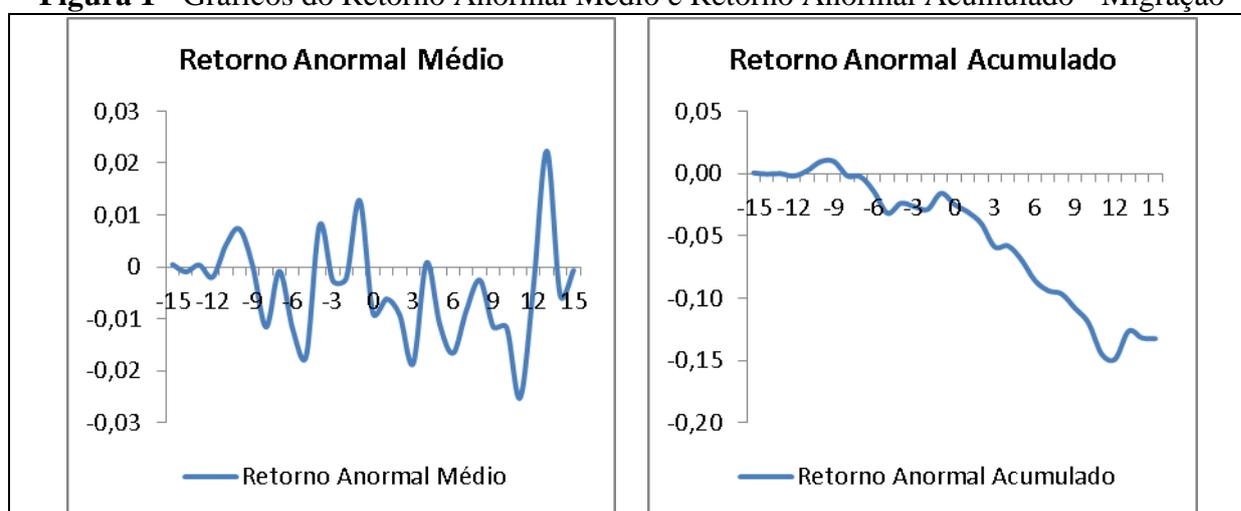
## 4. RESULTADOS

Neste tópico são apresentados os resultados dos estudos de eventos para os seguintes eventos: (i) Migração para o nível de Governança Novo Mercado; (ii) Divulgação das ITRs antes da migração para o nível de Governança Novo Mercado; (iii) Divulgação das ITRs depois da migração para o nível de Governança Novo Mercado. O objetivo principal foi verificar a reação do mercado antes e depois da divulgação das demonstrações contábeis.

O primeiro estudo de evento realizado foi referente a migração para o nível de Governança Novo Mercado. Como pode ser observada, na primeira parte da tabela 3

(Apêndice) e nos gráficos da Figura 1, a seguir, a reação do mercado à migração das empresas para o nível de Governança Novo Mercado foi oposta ao que era esperado. Nota-se que a partir do dia zero (data do evento), há um predomínio de retornos anormais negativos, mostrando que o mercado reagiu de forma pessimista em relação à divulgação. Além disso, não houve significância estatística para a maioria dos retornos anormais, tendo, apenas significância para os dias +3 e +11 (tabela 3 – Apêndice), ambos negativos e significantes ao nível de 5%. Este resultado aponta para **rejeição** da hipótese de que a migração para o nível de Governança Novo mercado leva a valorização das empresas com retornos anormais positivos.

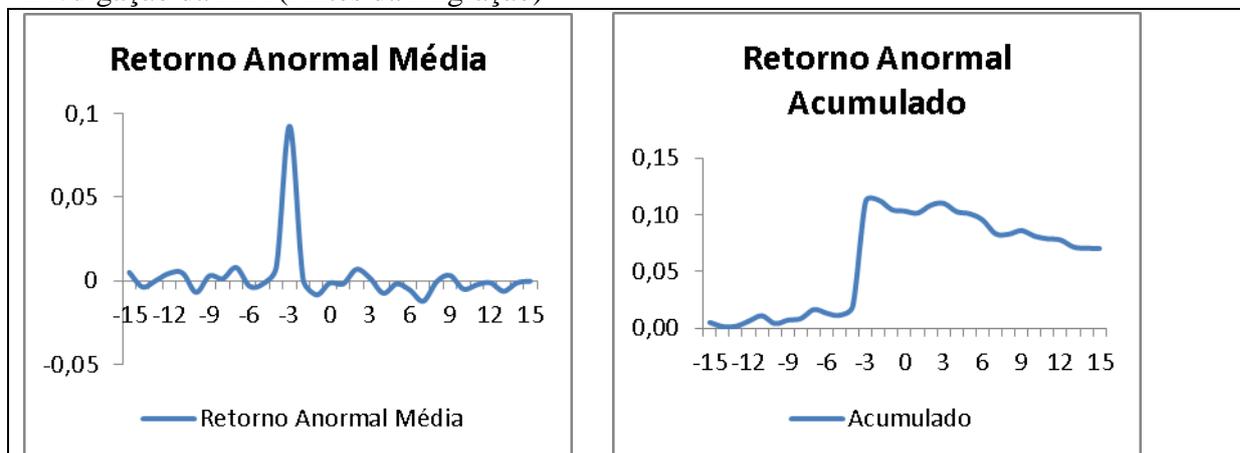
**Figura 1** - Gráficos do Retorno Anormal Médio e Retorno Anormal Acumulado - Migração



Fonte: Autoria Própria

Com o objetivo de verificar a reação do mercado à divulgação das ITRs antes da migração para o nível de Governança Novo Mercado, são apresentados os gráficos dos retornos anormais e dos retornos anormais acumulados na Figura 2. Além disso, a segunda parte da tabela 3 (Apêndice) apresenta as estatísticas deste estudo de eventos. Como se pode observar, o mercado reagiu positivamente à divulgação dos relatórios contábeis trimestrais, mostrando a relevância destes relatórios para a tomada de decisão dos investidores. Porém não houve significância estatística em nenhum dos dias da janela de eventos, mostrando que os retornos após os eventos não foram estatisticamente maiores do que o retorno considerado normal. Observa-se ainda que a reação do mercado ocorre três dias antes da data do evento, indicando um possível vazamento de informações antes de sua divulgação ou uma reação a outro evento.

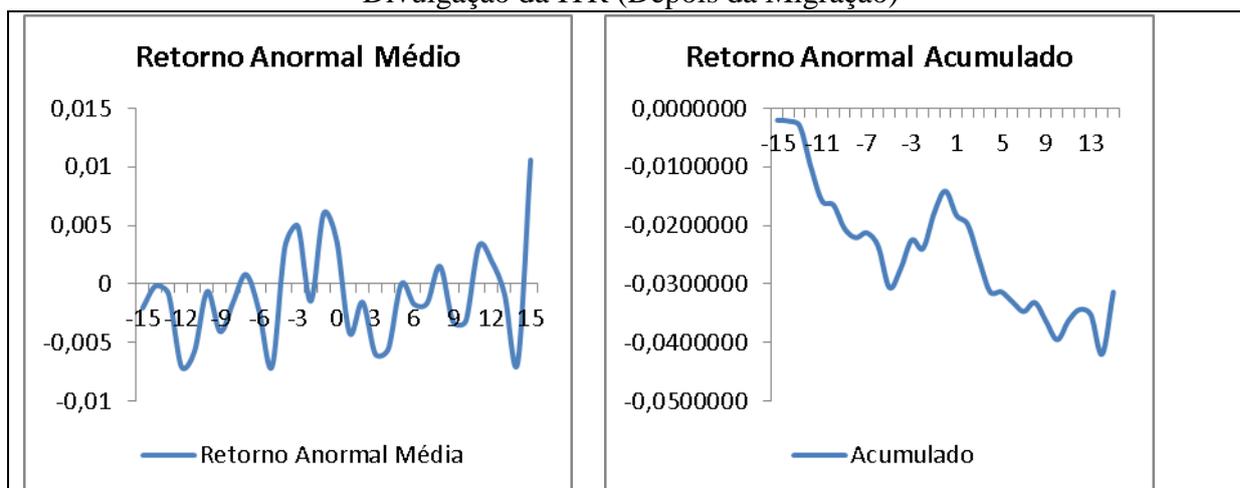
**Figura 2** - Gráficos do Retorno Anormal Médio e do Retorno Anormal Acumulado – Divulgação da ITR (Antes da Migração)



Fonte: Autoria Própria

Para verificar a reação do mercado à divulgação dos relatórios contábeis trimestrais após a migração, são apresentados, na Figura 3, o retorno anormal médio e o retorno anormal acumulado. Além disso, a terceira parte da tabela 3 (Apêndice) apresenta as estatísticas deste estudo de eventos. Ao contrário do que era esperado, pode-se observar nos gráficos e na tabela 3 (Apêndice) que o mercado reagiu de forma negativa à divulgação das ITRs. A grande maioria dos retornos anormais na janela de eventos foi negativa, quando se esperava retornos anormais positivos, em função da maior transparência e conteúdo informacional dos relatórios após a migração.

**Figura 3** - Gráfico do Retorno Anormal Médio e do Retorno Anormal Acumulado – Divulgação da ITR (Depois da Migração)



Fonte: Autoria Própria

Por fim foi feito um teste t (tabela 1) abaixo para verificar se as diferenças das médias dos retornos anormais das ações, depois da divulgação das ITRs, antes e depois da migração,

são estatisticamente significantes. Os resultados apontam mais uma vez, para a **rejeição da hipótese** de que a migração para o nível de Governança Corporativa Novo Mercado eleva o conteúdo informacional dos relatórios contábeis, aumentando os retornos anormais das ações.

**Tabela 1** – Diferença de médias de retornos anormais antes e depois da migração

Variable	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	[95% Intervalo	Conf.]
Antes	31	.0022653	.0031308	.0174317	-.0041287	.0086592
Depois	31	-.0010115	.0007369	.004103	-.0025165	.0004935
Diferença	31	.0032767	.0030418	.0169361	-.0029355	.0094889

Notas:  $media(dif) = media(antes\_evento - depois\_evento)$  ;  $t = 1.0772$

Ho:  $media(dif) = 0$  ; Graus de Liberdade = 30

Ha:  $media(dif) < 0$  ;

Ha:  $media(dif) \neq 0$ ;

Ha:  $media(dif) > 0$

$Pr(T < t) = 0.8550$ ;

$Pr(|T| > |t|) = 0.2900$ ;

$Pr(T > t) = 0.1450$

Porém, investigando-se os motivos que levaram a este resultado contrário ao esperado, nota-se que uma grande parte das datas de migração para o nível de Governança Novo Mercado e de divulgação das ITRs depois da migração para o nível Novo Mercado ocorre num período pós 2008, em que acontece a Crise *Subprime* e em seguida a crise europeia. Estas duas crises podem ter contaminado os resultados deste estudo de eventos (efeito contágio), resultando num grande número de retornos anormais negativos. Com o objetivo de verificar se os resultados estavam contaminados pelas duas crises, foram feitos novos estudos de eventos, excluindo as datas de eventos que ocorrem a partir de 2008. Porém os resultados não mudaram, de forma que os resultados dos novos testes não foram apresentados no artigo.

Outra possível explicação para os retornos anormais negativos na janela de eventos pode ser o conteúdo informacional dessas demonstrações que podem ter trazido fatos negativos não esperados pelo mercado. Ou outros fatores exógenos, como o setor dessas empresas que fazem parte da amostra e fatos negativos que ocorreram na economia brasileira e que podem ter afetado o mercado de capitais. No entanto retornos anormais negativos contrariam apenas a primeira hipótese referente a migração para o nível de Governança Novo Mercado. Quanto a segunda hipótese referente ao conteúdo informacional dos relatórios contábeis, esperava-se apenas que os retornos anormais depois da divulgação das ITRs depois da migração fossem maiores do que aqueles antes da divulgação. Como esta hipótese foi rejeitada (teste de diferenças de médias) uma possível explicação é que as informações divulgadas nos relatórios já eram esperadas pelo mercado, uma vez que os investidores reagem apenas a informações relevantes inesperadas.

Os resultados do primeiro estudo de eventos (migração para o nível de Governança Novo Mercado) corroboram aqueles encontrados por Antonelle et al. (2014), Camargos e Barbosa (2009) e Silva e Coelho (2008) em que não foram observados retornos anormais significativos suficientes que possam comprovar o efeito positivo da adesão a um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Por outro lado, contraria o estudo realizado por Carvalho (2003) em que foi comprovada a existência de retornos anormais após a adesão.

O segundo estudo de eventos que tratou na reação do mercado à divulgação de ITRs antes e depois da migração, contraria os resultados encontrados nos estudos de Castro e

Marques (2013), Salo Neto et al. (2009), Takamatsu et al. (2008), Carvalho (2008), Terra e Lima (2006) e Sarlo Neto (2004) em que são encontrado retornos anormais significantes após a divulgação das ITRS e depois da migração.

Com base nos resultados obtidos nesta pesquisa, pode-se inferir que não houve a percepção por parte do mercado de que a adoção de boas práticas de governança corporativa tenha sido eficaz, para o período e amostra investigados, na mitigação do conflito de interesses tratado na teoria de agência. Pode-se argumentar ainda que a informação de adesão a boas práticas de governança não foi considerada como relevante para os investidores e, portanto não foi rapidamente incorporada aos preços dos ativos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a reação do mercado à migração para o nível de Governança Novo Mercado, de empresas que faziam parte do mercado tradicional. Em seguida investigou-se a reação do mercado a divulgação das ITRs antes e depois da migração. O método utilizado foi o estudo de eventos e o período analisado foi entre 01 de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2013.

Os resultados do primeiro estudo de eventos indicam que o mercado reagiu negativamente a migração das empresas para o nível de Governança Novo Mercado, rejeitando a hipótese número 1 do estudo de que a migração para o nível de Governança Novo Mercado leva a valorização das ações das empresas com retornos anormais positivos. Uma possível explicação são fatores exógenos que podem ter interferido no resultado final do estudo de eventos, como a situação econômica nacional e internacional por exemplo.

O estudo de eventos que investigou a reação do mercado à divulgação dos relatórios contábeis antes e depois da migração, apontou para a rejeição da hipótese número 2 do estudo. Os retornos anormais das ações que se seguiram à divulgação das ITRS foram menores após a migração. Uma explicação plausível para este resultado é que o conteúdo informacional destes relatórios não trouxe qualquer surpresa para o mercado. Em outras palavras os resultados divulgados pelas empresas da amostra já eram esperados pelo mercado.

Os achados desta pesquisa indicam que, para o período e amostras investigados, pode-se inferir que a informação não foi incorporada imediatamente aos preços dos ativos, como se espera em um mercado eficiente, indicando que o mercado não considerou que a adesão às boas práticas de Governança Corporativa tenha sido eficaz, para o período e amostra investigados, na mitigação do conflito de agência. Por fim, pode-se argumentar que a informação não foi considerada relevante pelo mercado, pelo menos no curto prazo. Os resultados deste artigo trazem contribuições para o tema a partir do momento em que para se observarem retornos anormais significantes, é necessário que o fato relevante em questão ou analisado, deve ser inesperado pelo mercado financeiro, já que pode haver divulgações antecipadas por canais alternativos.

Como sugestão para pesquisas futuras, a separação entre resultados positivos (lucro) e resultados negativos (prejuízo) dos relatórios contábeis, pode trazer resultados diferentes daqueles encontrados neste estudo.

## REFERÊNCIAS

- ANTONELLI, Ricardo Adriano et al. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 52, 2014.
- BMFBOVESPA**. Novo Mercado. Disponível em: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br). Acesso em: 25 mai. 2014.
- BRESSANE, B. P. **A análise da relação dos programas de recompra de ações, comportamento dos insiders e governança corporativa no Brasil**. 2015. Tese de Doutorado. PUC-Rio.
- BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D.; SMITH, Abbie J. What determines corporate transparency?. **Journal of accounting research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária?. **REGE. Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, p. 189, 2010.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. 2003.
- CAMPBELL, John Y. et al. **The econometrics of financial markets**. Princeton, NJ: princeton University press, 1997.
- CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. **Prepared to the Sao Paulo Stock Exchange Market**, 2003.
- CARVALHO, L. F. **Eficiência informacional e racionalidade do mercado** : testes com ações de empresas que compõem o IGC no período 2003-2007. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração. 2008.
- CASTRO, Rafaela David de; MARQUES, Vagner Antônio. Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 1, p. 109-124, 2013.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. **economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Rio de Janeiro, 2002.
- GABRIEL, F. S.; RIBEIRO, R. B.; RIBEIRO, K. C. de S. Hipóteses de mercado eficiente: um estudo de eventos a partir da redução do IPI. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, 3(1), 36, 2013.
- GARCIA, Elias et al. A importância da divulgação contábil mensurada ao Fair Value. **Ciências Sociais em Perspectiva**, v. 6, n. 11, p. 127-138, 2007.
- GEHAN, Edmund A. A generalized Wilcoxon test for comparing arbitrarily singly-censored samples. **Biometrika**, v. 52, n. 1-2, p. 203-223, 1965.
- GIBBINS, Michael; RICHARDSON, Alan; WATERHOUSE, John. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. **Journal of accounting research**, p. 121-143, 1990.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GONÇALVES, R. de Souza; BARBOSA, N. de Menezes; BARROSO, C. R.; DE MEDEIROS, O. R.. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, p. 56-70, 2015.

- HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna 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.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KOLSI, Mohamed Chakib. The determinants of corporate voluntary disclosure: Evidence from the Tunisian capital market. **IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices**, v. 11, n. 4, p. 49, 2012.
- LUZ, S. G.; SILVA, R. N. da ; COELHO, P. S. **Estudo de Eventos Sobre o Impacto da Divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial Sobre os Preços das Ações**. XI Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais – SIMPOI. São Paulo: 2008.
- MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of economic literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.
- MURCIA, Fernando Dal-Ri; DOS SANTOS, Ariovaldo. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 1, 2009.
- RICHARDSON, J. et al. Pesquisa Social. 3 ed. Atlas, São Paulo, 2011.
- RONEN, Joshua; YAARI, Varda Lewinsein. The disclosure policy of the firm in an efficient market. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 3, n. 3, p. 311-324, 1993.
- ROSSETTI, Jose Paschoal; ANDRADE, Adriana. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. Atlas, 2004.
- SARLO NETO, A. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**. Dissertação (Mestrado), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória, 2004.
- SARLO NETO, A.; GALDI, F. C.; DALMÁCIO, F. Z. Uma Pesquisa Sobre o Perfil das Ações Brasileiras que Reagem à Publicação dos Resultados Contábeis. **Revista de Contabilidade e Organizações**, vol. 3, núm. 6, maio-agosto, pp. 22-40, 2009.
- TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 1, p. 46-63, 2008.
- TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista contabilidade e finanças. São Paulo**. Vol. 4, n. 42 (set./dez. 2006), p. 35-49, 2006.
- WARNER, Jerold B.; WATTS, Ross L.; WRUCK, Karen H. Stock prices and top management changes. **Journal of financial Economics**, v. 20, p. 461-492, 1988.
- WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory. 1986.

## APÊNDICE

**Tabela 2 – Empresas Participantes da Amostra e datas de eventos do período de 2001 a 2013**

Cod	Nome de Pregão	Migração	ITRs (Antes da Migração)			ITRs (Depois da Migração)		
EMBR3	EMBRAER	05/06/2006	12/08/2005	11/11/2005	12/05/2006	01/09/2006	15/11/2006	26/07/2007
ALLL3	ALL AMER LAT	19/10/2010	26/06/2009	20/08/2009	18/12/2009	10/05/2011	09/08/2011	08/11/2011
BBAS3	BRASIL	28/06/2006	15/08/2005	13/11/2005	15/05/2006	08/09/2006	06/12/2006	15/05/2007
BRFS3	BRF SA	12/04/2006	12/05/2005	10/08/2005	11/11/2005	10/10/2006	13/11/2006	11/12/2007
HGTX3	CIA HERING	16/05/2007	07/08/2006	13/12/2006	03/05/2007	14/08/2007	23/01/2008	07/05/2008
ETER3	ETERNIT	17/08/2006	11/11/2005	10/05/2006	14/08/2006	13/11/2006	14/05/2007	13/08/2007
IDNT3	IDEIASNET	15/01/2008	12/05/2006	15/08/2006	06/11/2006	15/05/2008	10/09/2008	14/11/2008
ROMI3	INDS ROMI	23/03/2007	11/05/2006	03/08/2006	01/11/2006	01/06/2007	02/08/2007	12/02/2008
PMAM3	PARANAPANEMA	15/02/2012	14/05/2011	12/08/2011	10/11/2011	11/05/2012	10/08/2012	14/11/2012
PTBL3	PORTOBELLO	30/04/2008	15/05/2007	09/10/2007	28/11/2007	11/08/2008	14/11/2008	02/06/2009
RSID3	ROSSI RESID	27/01/2006	11/05/2005	11/08/2005	09/11/2005	11/05/2006	14/08/2006	08/11/2006
SBSP3	SABESP	24/04/2002	05/01/2001	15/05/2001	14/08/2001	23/08/2002	28/11/2002	04/06/2003
SCAR3	SAO CARLOS	14/12/2006	10/05/2006	16/08/2006	30/10/2006	18/06/2007	31/10/2007	07/02/2008
TIMP3	TIM PART S/A	03/08/2011	24/09/2010	02/05/2011	02/08/2011	31/10/2011	26/04/2012	30/07/2012
TBLE3	TRACTEBEL	16/11/2005	15/04/2005	29/07/2005	21/10/2005	02/05/2006	11/08/2006	30/10/2006

**Tabela 3 – Resultados dos Estudos de eventos do período de 2001 a 2013**

Evento: Migração						Antes do Evento (Divulgação ITR)					Depois do Evento (Divulgação ITR)				
Dias	Retorno Anormal Médio	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado	Retorno Anormal Média	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Acumulado	Retorno Anormal Média	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Acumulado
-15	0,0004804	0,0073834	0,949	0,8753	0,0004804	0,0050367	0,0066017	0,452	0,9225	0,0050367	-0,0020353	0,0045014	0,654	0,4799	-0,0020353
-14	-0,000932	0,0068187	0,894	0,9375	-0,0004516	-0,0036243	0,0043042	0,407	0,5377	0,0014124	-0,0001535	0,003351	0,964	0,8758	-0,0021888
-13	0,0003758	0,0069231	0,958	0,7537	-0,0000758	0,000254	0,0040906	0,937	0,9741	0,0016664	-0,0008388	0,0032978	0,8	0,7122	-0,0030276
-12	-0,0019738	0,0054925	0,726	0,8139	-0,0020496	0,0045767	0,0051493	0,382	0,5666	0,0062431	-0,0070548	0,006126	0,256	0,1956	-0,0100824
-11	0,0042019	0,0092684	0,659	0,6379	0,0021523	0,0046469	0,0026745	0,093	0,1026	0,0108900	-0,0057687	0,0030183	0,063	<b>0,0475</b>	-0,0158511
-10	0,0073129	0,0074037	0,345	0,6949	0,0094652	-0,0068415	0,0042998	0,123	0,1386	0,0040485	-0,0006231	0,0042112	0,883	0,8857	-0,0164742
Evento: Migração						Antes do Evento (Divulgação ITR)					Depois do Evento (Divulgação ITR)				
Dias	Retorno Anormal Médio	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Retorno Anormal Acumulado	Retorno Anormal Média	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Acumulado	Retorno Anormal Média	Erro - Padrão	(P-Value)	Teste de Wilcoxon (P-Value)	Acumulado
-9	0,0002193	0,0058252	0,971	0,8139	0,0096845	0,0030222	0,0042075	0,479	0,8712	0,0070707	-0,0040503	0,0044681	0,37	0,2228	-0,0205245
-8	-0,0115626	0,0067949	0,117	0,1361	-0,0018781	0,0013296	0,0079924	0,17	0,5235	0,0084003	-0,0015430	0,0047103	0,745	0,5694	-0,0220675
-7	-0,0008262	0,0092180	0,93	1,0000	-0,0027043	0,0079692	0,0075887	0,321	0,6891	0,0163695	0,0008157	0,0054262	0,881	0,7593	-0,0212518
-6	-1,20E-02	0,0072131	0,124	0,1579	-0,0147227	-3,22E-03	0,0047027	0,499	0,4174	0,0131517	-2,27E-03	0,0044249	0,611	0,4494	-0,0235215
-5	-0,0171794	0,1364720	0,234	0,2393	-0,0319021	-0,0017548	0,0038937	0,656	0,2655	0,0113969	-0,0070686	0,0041220	0,094	0,1559	-0,0305901
-4	0,0080262	0,0074476	0,304	0,4802	-0,0238759	0,0080509	0,0104387	0,447	0,8542	0,0194478	0,0031703	0,0033205	0,345	0,6302	-0,0274198
-3	-0,0026632	0,0060363	0,668	0,8139	-0,0265391	0,0924770	0,0071647	0,207	0,3252	0,1119248	0,0049547	0,0046859	0,297	0,1633	-0,0224651
-2	-0,0021562	0,0089959	0,815	0,7537	-0,0286953	0,0009439	0,0040653	0,818	0,9914	0,1128687	-0,0014574	0,0035947	0,687	0,7977	-0,0239225
-1	0,0128182	0,0118316	0,302	0,2393	-0,0158771	-0,0083661	0,0065945	0,215	0,8712	0,1045026	0,0060400	0,0050957	0,243	0,4956	-0,0178825
0	-0,0089337	0,0192227	0,651	0,8139	-0,0248108	-0,0013079	0,0040865	0,751	0,8036	0,1031947	0,0037674	0,0031745	0,242	0,2850	-0,0141151
1	-0,0061455	0,0089585	0,507	0,3465	-0,0309563	-0,0017646	0,0067918	0,797	0,4051	0,1014301	-0,0041686	0,0041852	0,325	0,4722	-0,0182837
2	-0,0092576	0,0088813	0,32	0,4328	-0,0402139	0,0069105	0,0069750	0,33	0,5963	0,1083406	-0,0015375	0,0044592	0,732	0,5360	-0,0198212

3	-0,0186474	0,0068177	0,019	0,0414	-0,0588613	0,0016901	0,0050612	0,741	0,7051	0,1100307	-0,0059780	0,0049622	0,235	0,5865	-0,0257992
4	0,0007775	0,0088918	0,932	0,9375	-0,0580838	-0,0073932	0,0047755	0,133	0,1072	0,1026375	-0,0055292	0,0035530	0,127	0,1418	-0,0313284
5	-0,0111420	0,0081629	0,2	0,2393	-0,0692258	-0,0017713	0,0045019	0,697	0,5096	0,1008662	0,0000061	0,0042498	0,999	0,6571	-0,0313223
6	-0,0165915	0,0060248	0,019	0,0229	-0,0858173	-0,0055440	0,0044275	0,221	0,2218	0,0953222	-0,0017223	0,0037988	0,653	0,3142	-0,0330446
7	-0,0082303	0,0060626	0,202	0,3078	-0,0940476	-0,0121099	0,0084156	0,161	0,1567	0,0832123	-0,0016259	0,0038266	0,673	0,6753	-0,0346705
8	-0,0025587	0,0049395	0,615	0,6379	-0,0966063	-0,0004172	0,0051217	0,936	0,5666	0,0827951	0,0015205	0,0039334	0,701	0,7122	-0,0331500
9	-0,0115395	0,0073083	0,143	0,1361	-0,1081458	0,0032420	0,0066800	0,631	0,7869	0,0860371	-0,0032081	0,0041066	0,439	0,7881	-0,0363581
10	-0,0116640	0,0085579	0,2	0,2393	-0,1198098	-0,0049007	0,0038795	0,217	0,1414	0,0811364	-0,0031348	0,0035891	0,388	0,5610	-0,0394929
11	-0,0252306	0,0111396	0,045	0,0281	-0,1450404	-0,0023275	0,0085052	0,786	0,3812	0,0788089	0,0032403	0,0030508	0,294	0,1956	-0,0362526
12	-0,0037574	0,0092338	0,692	0,8139	-0,1487978	-0,0010691	0,0059916	0,86	0,5814	0,0777398	0,0019267	0,0031632	0,546	0,8268	-0,0343259
13	0,0223233	0,0163633	0,2	0,2721	-0,1264745	-0,0061874	0,0036990	0,106	0,1414	0,0715524	-0,0009075	0,0042357	0,831	0,8758	-0,0352334
14	-0,0054208	0,0048051	0,283	0,2721	-0,1318953	-0,0011505	0,0043610	0,794	0,8372	0,0704019	-0,0067171	0,0036177	0,071	0,0748	-0,0419505
15	-0,0006679	0,0078753	0,934	0,8139	-0,1325632	-0,0001790	0,0030324	0,953	0,5666	0,0702229	<b>0,0105947</b>	<b>0,0042769</b>	<b>0,014</b>	<b>0,0150</b>	<b>-0,0313558</b>