



A Relevância do Fato Relevante: Um Estudo dos Anúncios de Combinação de Negócios das Empresas da Bolsa Brasileira.

Resumo:

Os relatórios contábeis auxiliam os usuários externos no processo decisório e para isso, a divulgação de atos/fatos relevantes pode contribuir. A divulgação de fato relevante é regulada pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que exige a comunicação pelas empresas de qualquer ato/fato que possa influenciar nos seus valores mobiliários. O objetivo desta pesquisa é verificar a relevância do fato relevante sobre combinações de negócios no comportamento das ações quando da divulgação de dois eventos: o anúncio da combinação de negócios e a conclusão da análise do processo pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica). Utilizou-se a técnica estatística de Estudo de Evento como metodologia. A amostra foi composta por 13 empresas que divulgaram fatos relevantes sobre combinação de negócios durante o período de 2015 a 2017, totalizando 26 estudos de eventos. Os resultados evidenciaram que 46% da amostra apresentou, nos dois eventos, retornos anormais estatisticamente significativos, sendo confirmada a presença de retornos positivos e negativos. Numa perspectiva *ex ante* (divulgação do anúncio da combinação de negócios) foram observados que 69% das empresas evidenciaram significância estatística e *ex post* (divulgação da conclusão/autorização da combinação de negócios) 61% das empresas mostraram significância estatística. Pode-se inferir que a divulgação do anúncio da combinação de negócios e de sua conclusão cria valor para as empresas, e que a divulgação dessa categoria de fato relevante possui relevância informacional, nas decisões dos usuários externos e auxilia na redução da assimetria de informação. Ademais, o estudo contribui para discussões sobre o volume e a efetividade das divulgações financeiras das empresas.

Palavras-chave: Estudo de Evento; Retorno anormal; Combinação de Negócios.

Linha Temática: Contabilidade Financeira



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

1 INTRODUÇÃO

Conforme o pronunciamento técnico CPC 15, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, “combinação de negócios” é definida como uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação.

As operações de combinações de negócios são frequentes nos ambientes empresariais e os motivos para sua realização podem ser os mais variados, o que pode afetar as expectativas dos participantes do mercado acionário. A combinação de negócios suscita grande interesse de analistas, preparadores das demonstrações contábeis e pesquisadores devido a relativa complexidade de sua aplicação a cada setor de mercado, bem como em relação ao grande volume de investimento para esse tipo de negociação (Copeland, Koller & Murrin, 2002; Costa Junior, 2008).

No Brasil, as combinações de negócios foram impulsionadas na década de 90 com o PND (Programa Nacional de Desestatização), quando as empresas estatais começaram a ser privatizadas. De acordo com Costa Junior (2008), no período de 1990 a 2002, as operações de alienação de controle renderam US\$ 105,298 bilhões ao governo federal. Ainda segundo o autor, as pesquisas envolvendo combinações de negócios podem ser classificadas como multidisciplinares, pois podem abranger questões advindas do campo jurídico, contábil ou econômico. Ademais, combinações de negócios são um fenômeno que envolve altas cifras em transações, suscitando questões societárias, por exemplo, quanto às alterações de valores de investimentos, de riscos e de controle.

Alguns autores relatam que as combinações de negócios são alternativas viáveis para criação de valor e para o desenvolvimento das empresas, como é o caso do crescimento das vendas e do poder de mercado (Marks, Robbins, Fernández, Funkhouser & Williams, 2009). Trabalhos empíricos sugerem que os retornos das empresas adquirentes, no curto prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Dodd, 1980; King, Dalton, Daily & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2005; Leitão & Galli, 2014; Pimenta, Marques & Macedo, 2015). Alguns estudos, no entanto, evidenciam uma relação positiva entre o aumento pós-fusão nos fluxos de caixa operacionais e os retornos anormais positivos ao redor de anúncios de fusão e criação de valor para o acionista/empresa (Jensen & Ruback, 1983; Healy, Palepu & Ruback, 1992; Pessanha, Santos, Calegario, Sáfiadi & Alcântara, 2014; Romano & Almeida, 2015). Assim, os resultados inerentes aos retornos nos processos de combinações de negócios são os mais diversos.

Faz se necessário conhecer os aspectos da informação contábil que contribuem para a precificação das ações e para a cotação de outros instrumentos de captação no mercado financeiro (Castro & Marques, 2013). De acordo com o pronunciamento técnico CPC 00 (R1), uma das funções dos relatórios contábeis é a de auxiliar os usuários externos no processo de decisão. Considerando isso, a divulgação de atos ou fatos relevantes, pode, também, subsidiar os usuários com informações importantes que os auxiliarão na tomada de decisões.

De acordo com a instrução normativa 358/2002 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), fato relevante é qualquer decisão das empresas, de caráter político ou econômico financeiro, que possa influenciar na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados. Dentre as decisões estão: comprar, vender ou manter os valores mobiliários e exercer direitos inerentes à condição de titular desses valores mobiliários emitidos pela companhia. Conforme Ferreira (2010), os fatos relevantes constituem textos narrativos que informam os agentes de alterações importantes na empresa definidas pela administração.



A literatura acadêmica apresenta pesquisas que buscaram verificar o impacto do anúncio de combinações de negócios (Alves, 2011; Alves & Zotes, 2016; Silva, Silva, & Silva, 2017), como o estudo de Pimenta, Costa Marques e Macedo (2015), no qual os autores procuraram verificar se os anúncios de combinação de negócios causam impacto no mercado de capitais brasileiro. Os resultados identificados por eles, no entanto, evidenciaram que tais eventos não produziam reações nos retornos das ações. Por sua vez, Bergmann, Savoia e Souza (2015) investigaram os anúncios de combinações de negócios no setor bancário durante o período de 1994 a 2011; os resultados foram inconclusivos, pois, de acordo com os autores, não se pôde afirmar que os anúncios das combinações de negócios tiveram impacto positivo (negativo) na geração de valor das adquirentes, assim, não evidenciando a relevância, do evento de combinação de negócio.

Romano e Almeida (2015), em estudo de evento realizado sobre o anúncio da fusão da Sadia e da Perdigão, evidenciaram que há retornos positivos tanto para as adquirentes quanto para as empresas adquiridas. Por outro lado, o estudo de Brito, Batistella, & Famá (2005) evidenciou que as concretizações de combinações de negócios não criam valor para os acionistas.

Diante do exposto, considerando o interesse que as combinações de negócio despertam nos financistas, preparadores da informação contábil e investidores, surge o seguinte questionamento: *as empresas listadas na B3(Brasil Bolsa e Balcão) possuem retornos anormais significativos quando da divulgação do fato relevante sobre o anúncio da combinação de negócios e da divulgação do fato relevante sobre concretização ou da aprovação de tal processo?*

O IASB (*International Accounting Standards Board*) em discussões sobre princípios de divulgação identificou três problemas relacionados à divulgação nas demonstrações financeiras: não há informação relevante, informação irrelevante e comunicação ineficiente. No Brasil, a orientação do CPC, OCP 07 (CPC, 2014) aduz que as informações relevantes devem ser divulgadas e que as informações não relevantes não devem ser divulgadas. Conforme exposto, é nesse aspecto que se apresenta o problema desta pesquisa, pois busca evidenciar se essa categoria de fato relevante possui ou não relevância para os investidores.

A presente pesquisa torna-se oportuna devido ao fato de que, na literatura acadêmica, não há consenso quanto à existência ou não de retorno anormal positivo quando do anúncio relacionado à combinação de negócios. Além disso, a literatura brasileira em finanças revela uma escassez de estudos envolvendo a observação de empresas que efetivamente concluíram os processos de fusões e aquisições (Leitão & Galli, 2014). Assim, percebe-se que o debate sobre a geração de valor nos anúncios das operações de combinações de negócios ainda permanece inconclusivo na literatura acadêmica (Bergmann, Savoia, & Souza, 2015).

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DE MERCADO E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Um dos elementos utilizados para verificar a HME (Hipótese de Eficiência de Mercado) em sua forma semiforte é a divulgação do fato relevante (Alves, 2011). Para o mercado de capitais, o trabalho seminal de Fama (1970) corroborou o desenvolvimento de pesquisas relacionadas à essa temática. Para o autor, o desenvolvimento do mercado de capitais permite a formação de subsídios para a precificação dos títulos negociados, a qual reflete todas as informações disponíveis. A fim de que isso ocorra, no entanto, é necessário que as expectativas dos investidores sejam a obtenção de um retorno normal, inexistindo ganhos anormais (Belo & Brasil, 2006).

A HME impulsionou as pesquisas empíricas, além de ter sido importante para a evolução de pesquisas em contabilidade, visto que propiciou a disseminação da teoria e da metodologia positiva na área contábil (Watts & Zimmerman, 1978). A eficiência



informacional está relacionada com a velocidade com que a informação é captada pelo mercado, refletida no preço da ação, ou seja, a eficiência de mercado está relacionada à capacidade e à velocidade com que o mercado reage à determinada informação divulgada (Camargos & Barbosa, 2003).

As oscilações de mercado ocorrem no mundo inteiro e isso reflete na variabilidade dos preços das ações (Matos, 2016). Araújo e Leite (2012) salientam que, de acordo com a HME, os preços devem refletir todas as informações disponíveis. Para Matos (2016), os momentos de grandes incertezas conduzem à ampliação da volatilidade dos preços, pois, admitindo a eficiência do mercado, as notícias seriam logo incorporadas aos preços das ações.

Fama (1970) define a HME em três formas: forma fraca, forma semiforte e forma forte. Ao nível de eficiência fraca, os preços dos ativos incorporam o histórico de precificação daquele título, impossibilitando ganhos que sejam fundamentados em técnicas de negociação embasadas nos valores passados das ações (Silva & Famá, 2011). Já na forma de eficiência semiforte, os preços dos títulos têm referência nos preços pretéritos, correntes, bem como informações contábeis e não contábeis, salvo as privadas (Cardoso & Martins, 2012). E por último, na eficiência forte, todas as informações relevantes estão presentes no preço dos títulos, inclusive informações privadas (Barbosa, Altoé, Silva; & Almeida, 2013; Cardoso & Martins, 2012). Fama (1991) aprimorou a HME em sua nova pesquisa, implementando algumas alterações nas formas de eficiência de mercado, conforme o quadro que segue:

Quadro 1 - Formas de Eficiência de Mercado

Classificação antiga	Descrição	Classificação Nova
Forma Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os títulos, ou seja, os retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores do futuro.	Previsibilidade de retornos passados
Forma Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico do comportamento dos preços, como também toda a informação pública, tais como balanço das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes, entre outros.	Estudo de Eventos
Forma Forte	Além das informações mencionadas anteriormente (histórico dos preços e informações públicas), os preços refletem as informações não públicas (privadas).	Teste de Informação Privada

Fonte: Adaptado de Fama (1970, 1991) *apud* Terra & Lima(2006).

A base da HME na forma semiforte está na afirmativa de que os preços de um ativo refletem as informações disponíveis sobre a instituição emissora, impossibilitando ao investidor qualquer tipo de ganho anormal (Mussa, Yang, Trovão, & Famá, 2008). O conceito inerente à essa classificação tal como inicialmente enquadrado em economia e finanças, caracteriza-se como uma teoria sobre a eficiência relativa em que a informação pública é refletida imediatamente em preços de mercado (Gilson & Kraakman, 2014). Para Lanzana (2005), a abertura (ou *disclosure*) é um fator crítico para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. Além do mais, outros fatores podem interferir na HME, caso da assimetria informacional.

A assimetria informacional ocasiona os conflitos de agência. Uma relação de agência é um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) engajam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente (Jensen & Meckling, 1976). Diante isso, pode-se dizer que há uma relação de agência entre acionistas e gestores, haja vista que os gestores detêm mais informações que os acionistas, bem como têm a discricionariedade de divulgar ou não o fato relevante. Nesse contexto, a divulgação dos fatos relevantes, estabelecida pelos reguladores dos mercados de capitais, é necessária para a redução da assimetria informacional em que, de



acordo com Hendriksen & Van Breda (1999), os proprietários são ditos avaliadores da informação e seus agentes são tomadores de decisões. Além dos conflitos de agência entre gestores e acionistas, a presença da assimetria informacional também, estimula a expropriação de riqueza de acionistas (Terra & Lima, 2006).

Ademais, conforme as categorias de fatos relevantes enumeradas pela instrução nº 358 da CVM, a divulgação de cada uma pode ou não ter relevância nos preços das ações. Neste estudo, analisa-se de forma específica uma categoria de fato relevante, “combinação de negócios”, em que busca a evidência de relevância desta categoria.

Diante do exposto e do interesse por parte dos analistas, em relação ao fato que ocorre nas empresas referente à, combinações de negócios, torna-se necessário estudar o impacto da divulgação desse evento, caracterizado como fato relevante para compreender se seu anúncio contribui para reduzir a assimetria informacional, além de auxiliar os investidores na tomada de decisões.

2.2 RELEVÂNCIA DE EVENTOS DE COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS

O assunto combinações de negócios pode ser considerado interdisciplinar, pois perpassa por várias áreas do conhecimento, tais como Finanças, Contabilidade, Direito, Psicologia, dentre outras. De acordo com o pronunciamento técnico CPC 15, emitido pelo comitê de pronunciamentos contábeis, “combinação de negócios” é definida como uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação. Vale destacar que tal pronunciamento não é aplicável a entidades ou negócios de empresas que possuam o controle comum.

Desde a emissão desse pronunciamento muitas pesquisas têm sido feitas objetivando verificar a *value relevance* da combinação de negócios, bem como a obtenção de retornos anormais. Souza e Borba (2017), recentemente, verificaram o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido nas companhias brasileiras de capital aberto. Os resultados das pesquisas evidenciaram que a média do nível de *disclosure* identificado nas notas explicativas da amostra analisada foi baixa. Já Camargos e Barbosa (2013) analisaram o comportamento dos preços das ações, durante o período de 1996 a 2004, quando da divulgação de combinações de negócios. Os estudiosos concluíram que o anúncio de combinações de negócios contém informação relevante para precificação das ações.

Já Ferreira (2010) afirma que os assuntos mais frequentes, quando da divulgação dos fatos relevantes, são: transferência de controle acionário da companhia, incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia, celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização.

O trabalho de Pimenta, Marques e Macedo (2015) verificaram se os anúncios de combinações de negócios durante o período de 2010 a 2013, a partir da tabela de fusões e aquisições da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais); causavam impacto no mercado de capitais. Posteriormente, verificaram se os casos que demonstraram reação criavam valor e sinergias para as empresas. Dentre os 64 eventos realizados, apenas um se mostrou significativo estaticamente.

No estudo realizado por Peter Dodd (1980) a respeito da reação diária do mercado para o anúncio e posterior aceitação ou rejeição de propostas de fusão, constatou-se que os anúncios de fusão ocasionam reação positiva, no mercado. No entanto, para as propostas canceladas, os anúncios ocasionam um retorno negativo.

Camargos e Barbosa (2008) realizaram um estudo para verificar se as Fusões & Aquisições (F&As) de empresas brasileiras resultavam em sinergias operacionais e criavam valor para os acionistas. Os achados empíricos foram os de que as combinações de negócios resultam em sinergias operacionais, na maximização de mercado das empresas pesquisadas e



na riqueza dos acionistas. Utilizando a metodologia de estudo de eventos, em estudo empreendido no setor bancário para verificação de criação de valor pós-combinações de negócios, constatou-se que não houve mudanças na riqueza dos acionistas no setor bancário (Brito, Batistella, & Famá, 2005).

A partir da perspectiva eminentemente econômico-financeira, observa-se que os processos de combinações de negócios têm como principal motivação a obtenção de um melhor desempenho, que direcione, em última instância, à criação de valor ao acionista (Camargos & Camargos, 2015). Contudo, ao contrário dos ganhos para as empresas-alvo, em que as pesquisas acadêmicas têm resultados mais ou menos consistentes de ganhos positivos para os acionistas, as descobertas sobre as empresas adquirentes têm evidenciado incongruências (Khanal, Mishra, & Mottleb, 2014).

Alguns autores ressaltam que a falta de consenso dos retornos das ações em combinações de negócios, em países como o Brasil, está relacionada ao fato de ser um país de economia em desenvolvimento, pois em países desenvolvidos tal questão está bem estabelecida e examinada (Rahma, Ali, & Jebran, 2018).

Frente ao exposto, verifica-se que o assunto a respeito de combinações de negócios pode ensejar relevância no meio acadêmico. Esse tema pode trazer debates acerca da influência dessa categoria de fato relevante nos preços das ações, na geração de valor para as empresas e para os investidores, assim como levantar questionamentos quanto à combinação de negócios induzir à expropriação de recursos.

3 METODOLOGIA DO TRABALHO

Este estudo utilizou a metodologia de estudo de eventos, o qual possui muitas aplicações. Em pesquisas na área de Contabilidade e Finanças ele tem sido aplicado para uma variedade de firmas específicas e para amplos eventos econômicos, tais como: combinações de negócios, divulgação de lucros, anúncios de novas dívidas ou patrimônio líquido e divulgação de análises econômicas, como o déficit da balança comercial (Mackinlay, 1997).

Mackinlay (1997) cita que o objetivo do estudo de eventos é constatar o efeito de um evento sobre o preço de uma determinada classe de valores mobiliários da empresa. Para o presente trabalho, que busca verificar se o anúncio de combinação de negócios e o anúncio da sua conclusão ocasionam ou não retornos anormais, a técnica é adequada, visto que estudo empreendido por Malmendier e Tate (2008) para verificar a autoconfiança dos CEOs e a reação do mercado também utilizou a mesma técnica.

De acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), as etapas para a elaboração de um estudo de evento são as seguintes: 1) definição do evento; 2) seleção do critério; 3) cálculo do retorno normal e do retorno anormal; 4) procedimentos de estimação; 5) procedimentos de testes; 6) resultados empíricos; e 7) interpretação e conclusão. O processo metodológico seguido é apresentado a seguir.

3.1 DEFINIÇÃO DO EVENTO

Quando se trata da técnica estatística de estudo de evento, a primeira etapa é definir o evento com o qual se trabalhará. Para Mackinlay (1997) o dia da ocorrência do evento é definido como D0 e o período no qual as ações são analisadas é definido como “janela do evento”. Neste artigo a data do evento considerada foi a data de divulgação do fato relevante sobre combinação de negócios e a data de conclusão ou aprovação pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) da combinação de negócios.

A determinação da janela do evento envolve certo grau de subjetividade e, também, arbitrariedade e discricionariedade por parte do pesquisador, pois dependerá do evento que está sendo pesquisado e de quais objetivos querem ser alcançados (Camargos & Barbosa, 2003). Para esta pesquisa, a janela do evento é de 5 dias antes e de 5 dias depois do anúncio e da conclusão da combinação de negócios.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

Posteriormente, é definida a janela de estimação do evento, a qual nesta pesquisa corresponde a 126 dias anteriores à data de divulgação dos fatos relevantes e dos anúncios. De acordo com Mackinlay (1997), na prática, o período de interesse é frequentemente expandido por múltiplos dias, os quais são definidos conforme interesse. Benninga (2014) sugere que a janela de estimação deva ter no mínimo 126 observações para que os parâmetros do modelo de mercado possam demonstrar os reais movimentos do preço das ações. Assim como a definição da janela do evento, a janela de estimação também possui subjetividade.

O período da estimação deve ser extenso o bastante para que possíveis discrepâncias nos preços possam ser diluídas sem provocar grandes alterações em sua distribuição de frequência (Camargos & Barbosa, 2003). Em regra, quando se utiliza o modelo de mercado na metodologia de estudo de evento, deve-se levar em consideração, na estimação, que cada tipo de firma se utiliza de uma janela de (tipicamente) 100 dias antes da janela do evento (Malmendier & Tate, 2008). A janela de estimação não deve se sobrepor à janela do evento de modo a não influenciar os parâmetros do modelo de determinação de retornos normais (Camargos & Barbosa, 2003). Já a janela do pós evento corresponde aos retornos esperados na janela do evento e após essa janela.

Foram selecionados nesta pesquisa 26 eventos: 13 eventos sobre o anúncio da combinação de negócios e 13 eventos sobre a conclusão da combinação de negócios, pois, como o objetivo é verificar a relevância do anúncio e da concretização da combinação de negócio, nem todas as empresas que anunciaram o processo de combinação de negócios concluíram o processo, resultando, portanto, em poucos eventos.

3.2 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO

A população é composta por 30 empresas que divulgaram fatos relevantes sobre combinação de negócios durante o período de 2015 a 2017, e, desse total, 17 foram excluídas devido à indisponibilidade de conclusão da operação e por não estarem listadas na B3 (Bolsa Brasil e Balcão).

3.3 CÁLCULOS DOS RETORNOS

Para o cálculo dos retornos foram coletadas cotações diárias de fechamento das empresas e do Índice Bovespa (Ibovespa) na base de dados da Economatica[®] e, após a coleta das cotações, foram realizados os cálculos dos retornos. Os cálculos dos retornos foram realizados utilizando o *Microsoft Excel* 2010. Para esses, foi utilizada a forma logarítmica, conforme exposta na equação 1. A forma logarítmica gera retornos que se apresentam próximos à distribuição normal, atendendo a um dos pressupostos dos testes estatísticos (Soares, Rostagno, & Soares, 2002).

$$R_{ti} = \frac{(P_{it})}{(P_{it-1})} \quad (1)$$

em que:

R_{ti}: retorno da ação na data t

P_{it}: preço da ação na data t

P_{it-1}: preço da ação em t-1

Como *proxy*, para o retorno de mercado foi utilizado o índice Bovespa. O Ibovespa, no Brasil, é um indicador de desempenho das cotações do mercado de ações (BM&FBOVESPA, 2015). Para o retorno de mercado, assim como efetuado para o retorno da ação, foi adotada a forma logarítmica, apresentada na equação 2.

$$R_{m,t} = \text{LN} \left(\frac{I_{bovespa}}{I_{bovespa \ t-1}} \right) \quad (2)$$

onde:

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

I_t: pontuação de fechamento do Ibovespa na data t

I_{t-1}: pontuação de fechamento do Ibovespa na data t-1



Os valores esperados das ações correspondem à janela de estimação. De acordo com Mackinlay (1997), os cálculos podem ter tanto a abordagem estatística quanto a econômica. Para o cálculo do valor esperado da ação adotou-se a abordagem estatística e empreendeu-se a equação do modelo de regressão dos mínimos quadrados, em que adota-se o retorno da ação como a variável dependente e o retorno de mercado como variável independente, conforme a equação 3:

$$Re_{i,t} = \alpha t + \beta_i R_{mt} + \mu t. \quad (3)$$

Na qual:

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

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

μ : erro aleatório, $N(0, \sigma^2)$

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

O retorno anormal da ação é dado pela subtração do retorno observado pelo estimado (esperado). De acordo com Brito *et al.* (2005), o retorno anormal compreende a parcela da alteração do valor da ação, a qual é gerada pelos fatores alheios à variação do mercado acionário em geral. Mackinlay (1997) ressalta três modelos para cálculo dos retornos anormais, sendo eles: modelos de retornos ajustados à média, modelo de retornos ajustados ao mercado, modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado e CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Neste artigo, utilizou-se o modelo ajustado ao risco e ao mercado, pois, conforme Mackinlay (1997), tal modelo retrata o retorno de algum ativo baseado no retorno do portfólio de mercado, representado pela equação a seguir:

$$RA = Rit - Re_{i,t} \quad (4)$$

Os retornos anormais observados devem ser agrupados entre as ações e no tempo, possibilitando inferências para o estudo empreendido (Mackinlay, 1997). Dessa forma foi realizado o somatório de todos os retornos anormais observados na janela do evento conforme equação a seguir:

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

Onde:

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

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

3.4 PROCEDIMENTO DE TESTE

O teste estatístico desta seção buscou verificar a existência ou não de retornos anormais acumulados significativos estatisticamente, dentro do período da janela de evento estabelecido neste estudo, de cinco dias após o anúncio da combinação de negócio e da conclusão ou aprovação do CADE. Para tanto, testou-se a hipótese de que, a média dos retornos acumulados são ou não estatisticamente iguais a zero. Ou seja, foi analisado, respectivamente, se ambos os anúncios não têm ou têm relevância no comportamento dos preços das ações

H_0 : $RAA = 0$. O evento não influencia o comportamento dos preços das ações, por ser o retorno anormal acumulado igual a zero.

H_1 : $RAA \neq 0$. O evento influencia o comportamento dos preços, por ser o retorno anormal acumulado diferente de zero.

4 RESULTADOS

Nesta seção são analisados os achados das análises estatísticas dos 26 eventos analisados. A tabela a seguir ilustra o retorno anormal observado na data zero e em $t+1$, objetivando verificar o comportamento das ações quando da divulgação do fato relevante sobre combinação de negócios. De acordo com Romano e Almeida (2015), em mercados eficientes em termos informacionais, a divulgação de um processo de fusão e aquisição deve



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Florianópolis, SC, Brasil
Centro de Eventos da UFSC
12 a 14 de agosto de 2018

ser incorporada aos preços dos títulos e às expectativas dos investidores quanto aos resultados futuros do processo de combinação empresarial.

Tabela 1 Retorno Anormal (RA) para o anúncio da combinação de negócios

EMPRESA	RA em t (data da divulgação DO ANÚNCIO da combinação de negócios)	RA em t+1 (data seguinte à divulgação DO ANÚNCIO combinação de negócios)
BRADESCO	0.0185	0.0012
CETIP	-0.0029	-0.0088
COELBA	0.0218	-0.0206
CEMIG	-0.0097	0.0241
CEDRO	-0.0331	0.0465
CSN	-0.0236	-0.0043
COSAN	-0.0013	-0.0127
CPFL	0.0213	0.0051
CVC	0.0107	-0.0175
JSL	-0.0074	0.0260
LOCALIZA	-0.0024	0.0054
MAGNESITA	0.0120	0.1171
SÃO MARTINHO	-0.0018	0.0383

Fonte: elaborada pelos autores

Conforme pode ser observado na tabela anterior, o BRADESCO, a CPFL e a MAGNESITA apresentaram retorno anormal positivo, tanto no dia do anúncio da combinação de negócios quanto no dia posterior a ela. Enquanto isso, a COELBA e a CVC apresentaram retorno anormal positivo somente no dia do anúncio da combinação de negócios e retorno anormal negativo, um dia após à divulgação. Já a CEMIG, a CEDRO, a JSL, a LOCALIZA e a SÃO MARTINHO apresentaram retornos anormais positivos somente um dia após à divulgação da combinação de negócios. Nessa amostra, cerca de 23% das empresas apresentaram retornos anormais positivos, tanto no dia da divulgação quanto um dia após. A partir do exposto, observou-se que os resultados foram ao encontro dos de Healy *et al* (1993), isto é, os anúncios de fusões e aquisições corroboram retornos anormais positivos. Os resultados também encontram-se alinhados à pesquisa de Patrocínio, Kayo & Kimura (2007) de que, nos processos de F&A entre empresas intensivas intangíveis, os retornos anormais são estatisticamente diferentes de zero e positivos.

A tabela 2 analisou o evento da conclusão ou da aprovação do CADE com o propósito de verificar se o anúncio fez com que os retornos anormais positivos persistissem ou não.



Contabilidade e Perspectivas Futuras

Tabela 2: Retorno Anormal (RA) para aprovação/conclusão da combinação de negócios

EMPRESA	RA em t (dia da divulgação da APROVAÇÃO do CADE)	RA em t+1 (dia da divulgação da aprovação do CADE)
BRADESCO	-0.0069	-0.0093
CETIP	0.0092	0.1084
COELBA	0.0245	-0.0659
CEMIG	-0.0501	-0.0171
CEDRO	-0.0645	-0.0113
CSN	0.0451	0.0052
COSAN	-0.0012	0.0662
CPFL	-0.0014	-0.0048
CVC	0.0167	0.0029
JSL	-0.0024	0.0054
LOCALIZA	-0.0250	0.0779
MAGNESITA	-0.0190	0.0019
SÃO MARTINHO	-0.0081	0.0046

Fonte: elaborada pelos autores

Diferentemente do anúncio da combinação de negócios, as empresas que apresentaram retornos anormais positivos, tanto no dia da conclusão ou aprovação da combinação de negócios quanto um dia após, foram a CETIP, a CSN e a CVC, ou seja, não se pode inferir que o comportamento *ex ante* do anúncio irá continuar quando da concretização da combinação de negócios. A COELBA apresentou RA positivo apenas na data da concretização. Ademais, a COSAN, a JSL, a LOCALIZA, a MAGNESITA e a SÃO MARTINHO apresentaram retorno anormal um dia após a concretização. Tais achados confirmam a pesquisa de Leitão e Galli (2014) em que, ao analisarem as volatilidade das ações nas operações de combinações de negócios, tal comportamento pode ser observado tanto numa perspectiva *ex ante* (em torno do anúncio da operação) como *ex post* (em torno da conclusão da operação).

A tabela 3 apresenta os Retornos Anormais Acumulados (RAAs). Quando esses retornos apresentam valores negativos na janela do evento, significa que o valor da ação foi menor do que o valor projetado, conforme modelo de estimativa adotado (Machado, 2009).

Tabela 3: Retorno Anormal Acumulado (RAA) do anúncio e da concretização da combinação de negócios
Concretização ou aprovação pelo CADE.

EMPRESA	ANÚNCIO COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS		CONCRETIZAÇÃO/APROVAÇÃO DO CADE	
	RAA em t (data da divulgação DO ANÚNCIO da combinação de negócios)	RAA t+1 (data seguinte à divulgação DO ANÚNCIO combinação de negócios)	RAA em t (data da divulgação DA APROVAÇÃO da combinação de negócios)	RAA t+1 (data seguinte à divulgação DA APROVAÇÃO da combinação de negócios)
BRADESCO	0.0194	0.0206	0.0119	0.0026
CETIP	-0.0029	-0.0117	0.0092	0.1176
COELBA	0.0219	0.0102	0.0258	-0.0401
CEMIG	-0.0097	0.0144	-0.0501	-0.0672
CEDRO	-0.0331	0.0134	0.4597	0.4484



CSN	0.0884	0.0842	0.4927	0.4979
COSAN	-0.0906	-0.1033	-0.2254	-0.1592
CPFL	0.0169	0.0220	-0.0361	-0.0410
CVC	0.0171	-0.0004	0.0185	0.0214
JSL	-0.0376	-0.0116	-0.0048	0.0006
LOCALIZA	-0.0048	0.0006	-0.0163	0.0616
MAGNESITA	0.0029	0.1200	0.5122	0.5141
SÃO MARTINHO	-0.0181	0.0203	0.0166	0.0212

Fonte: elaborada pelos autores

Como pode ser observado na tabela anterior, o BRADESCO, a CSN e a MAGNESITA apresentaram RAAs positivos em t e t+1 tanto no anúncio da combinação de negócios quanto da sua concretização, inferindo-se a previsibilidade de agregação de valor após o anúncio da combinação de negócios. Ademais, a CETIP, a CEDRO e a SÃO MARTINHO apresentaram RAAs positivos em t e t+1, somente após a concretização da combinação de negócios. A CEMIG, durante a conclusão da operação, apresentou RAAs negativos em t e t+1, indo ao encontro dos achados de Noda, Oliveira Júnior & Kayo (2014) de que há RAA negativo na janela (-5,+5), quando do processo de combinação de negócios. Nota-se que o comportamento das empresas não é o mesmo quando houve anúncio da combinação de negócios e da concretização. Dessa forma, o presente estudo corrobora em parte os achados de Peter Dodd (1980) de que há reação do mercado para o anúncio das combinações de negócios e também, uma reação positiva para as propostas concluídas e uma reação negativa, para as propostas canceladas. Além disso, tal como observado nessa análise e nas literaturas acerca dos estudos que relacionam combinações de negócios e mercado acionário, não há consenso acerca da existência ou não de retornos anormais positivos ou negativos no período em que houve transações de combinação de negócios.

Posteriormente, foi realizado o teste de médias para amostras pareadas, dos RAAs t-5 e t+5 após a divulgação dos eventos: anúncio da combinação de negócios e concretização da combinação de negócios a partir do Teste “t” de Student. O valor de “p” (p-valor) da estatística com intervalo de confiança de 90%, 95%, 99% corresponde a 0,1, 0,05, 0,01 respectivamente. Dessa forma, os valores menores que 0,1 rejeitam a hipótese nula de que os RAAs sejam iguais a zero, não impactando o valor da ação. A seguir, a tabela 5 apresenta o resultado do teste realizado.

Tabela 5: Teste de média para a janela t-5 e t+5

EMPRESA	p-valor	
	ANÚNCIO COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	CONCRETIZAÇÃO OU APROVAÇÃO DO CADE
BRADESCO	0.438104	0.349275
CETIP	0.056183	0.000006
COELBA	0.027955	0.164360
CEMIG	0.349087	0.013007
CEDRO	0.375668	0.362383
CSN	0.055165	0.034496
COSAN	0.030969	0.000667
CPFL	0.001790	0.000045
CVC	0.001652	0.011772
JSL	0.033675	0.380101
LOCALIZA	0.380101	0.094447
MAGNESITA	0.000123	0.016516
SÃO MARTINHO	0.026445	0.276161

Fonte: elaborada pelos autores

Conforme pode ser observado, cerca de 46% das empresas (CETIP, CSN, COSAN, CPFK, CVC e MAGNESITA) da amostra apontam valores com significância estatística, na



divulgação do anúncio da combinação de negócios e da divulgação da conclusão da combinação de negócios, ao mesmo tempo, dando suporte à hipótese de eficiência de mercado semiforte. Os resultados podem também indicar a relevância da combinação de negócios pois, ao longo desse processo (seu anúncio e concretização), houve reação do mercado, indicando que há alteração nas expectativas dos investidores quanto a esse fato.

Como pode ser visto, 9 empresas apresentaram significância estatística na divulgação do anúncio da combinação de negócios. Sendo a CETIP e a CSN estatisticamente significativas ao nível de 10% (significância de 0,056138 e 0,055165, respectivamente), a COELBA, COSAN, JSL e SÃO MARTINHO estatisticamente significativas ao nível de 5% (significância de 0,27955, 0,030969, 0,033675 e 0,026445, respectivamente) e a CPFL, a CVC e a MAGNESITA estatisticamente significativas ao nível de 1% (significância de 0,001790, 0,001652 e 0,000123, respectivamente). Dessa forma, rejeita-se a hipótese nula de que o evento não impacta os valores das ações.

Das 13 empresas, 8 apresentaram significância estatística quando da divulgação da concretização da combinação de negócios: a LOCALIZA estatisticamente significativa ao nível de 10% (significância de 0,094447), a CEMIG, a CSN, CVC, MAGNESITA estatisticamente significativas ao nível de 5% (significância de 0,013007, 0,034496, 0,011772 e 0,016516 respectivamente) e a CETIP, COSAN, CPFL estatisticamente significativas ao nível de 1% (0,000006, 0,000667, 0,000045, respectivamente), também rejeitando a hipótese nula de que o evento não impacta os valores das ações.

Ademais, o BRADESCO e CEDRO não mostraram significância estatística em nenhum dos dois eventos, ou seja, tais eventos não impactam os valores das ações. A COELBA, a JSL e SÃO MARTINHO só apresentaram significância estatística no evento referente ao anúncio da combinação de negócios.

As diferenças estatísticas apresentadas entre as empresas podem estar relacionadas com as características desse fato relacionado à cada uma delas, como por exemplo, se a combinação de negócios foi realizada ou não com empresas do exterior. O trabalho de Simões, Macedo-Soares, Klotzle & Pinto (2012) analisou o anúncio das combinações de negócios, no Brasil, na Argentina e no Chile e, nesse trabalho, encontraram-se reações diferentes para cada um dos países devido às características dos mercados acionários no qual as empresas estão inseridas. Conforme os resultados do estudo de evento executado pelos autores, os retornos anormais positivos no Chile e na Argentina ocorreram um dia após o anúncio, enquanto no Brasil, esse resultado foi no dia do anúncio.

Os resultados dos testes de média são sustentados pelo estudo realizado por Romano e Almeida (2015) acerca do caso Sadia e Perdigão, o qual apresentou retornos anormais positivos e estaticamente significativos, tanto para as empresas adquirentes quanto para as adquiridas. Também se alinham aos achados dos estudos de Agarwal e Singh (2006) e de Pinheiro e Carvalhal (2011) de que tanto as empresas adquirentes quanto as adquiridas obtêm retornos extraordinários maiores que zero quando dos anúncios de combinação de negócios, criando valor para os acionistas.

Os resultados evidenciam que a divulgação do fato relevante sobre combinação de negócios é um evento corporativo que influencia significativamente as expectativas dos investidores, afetando os valores mobiliários das empresas. A divulgação desse fato relevante possui conteúdo informacional capaz de causar mudanças nas precificações das ações das entidades. Frente a isso, a CVM normatiza a divulgação dos fatos relevantes, conforme já mencionado, objetivando evitar práticas de *insider trading*.

A normatização se faz necessária, pois a divulgação ou não de um fato relevante traz a discricionariedade do gestor e a omissão desse fato poderá causar impacto nas decisões dos usuários externos. Deste modo, a CVM busca suprir falhas de mercado, objetivando proteger os investidores de possíveis decisões inadequadas tomadas pelos gestores e da tentativa de



expropriação de recursos. Essas falhas ocorrem, pois, no Brasil, conforme estudos empíricos já citados anteriormente, a HME é, semiforte.

As divulgações do anúncio das combinações de negócios causam novos rearranjos nas expectativas dos investidores devido ao fato de possuir relevância informacional, bem como influenciar as decisões dos usuários no mercado de capitais, uma vez que os investidores constantemente necessitam de informações para que possam fazer suas escolhas.

Ademais, a divulgação do fato relevante sobre combinações de negócios evidenciou retornos positivos e estatisticamente diferentes de zero, consequentemente, as divulgações de combinações de negócios ocasionam mudanças na riqueza gerada para as empresas e para os acionistas, evidenciando a relevância econômica dessa categoria de fato relevante. Desse modo, as divulgações de fatos relevantes sobre combinações de negócios devem ser vistas com atenção, tendo em vista que os resultados evidenciaram sua relevância.

Os resultados aludem ao fato de que a divulgação do fato relevante “combinação de negócios” alinha-se à HME semiforte, pois os preços são reflexos do comportamento passado e das informações publicadas, além de se ajustarem de forma rápida, conforme resultados descritos, algumas empresas com retornos positivos em t , outras em $t+1$.

Essas exposições trazem perspectivas de que, os retornos positivos obtidos com a divulgação do fato relevante sobre “combinação de negócios”, tanto na divulgação do anúncio quanto da conclusão da combinação de negócios, poderão ocorrer também com outras categorias de fatos relevantes. A divulgação dos fatos relevantes faz-se necessário para a transparência, redução da assimetria informacional, bem como na perspectiva de boas práticas de governança corporativa.

Dessa forma, conforme os resultados apresentados, algumas empresas apresentam reação com significância estatística, inferindo-se que o mercado é influenciado pela divulgação desses dois eventos em questão. Usualmente, os resultados apresentados seguem a literatura, em consonância com o trabalho de Petter Dodd (1980), e refutam o trabalho de Pimenta *et al* (2015), já que os resultados evidenciaram que, mais de um evento apresentou diferença estatística significativa na janela do evento. Além disso, os resultados alinham-se com outros autores já citados anteriormente.

5 CONSIDERAÇÕES

Esta pesquisa objetivou verificar a influência, nos preços das ações, de dois eventos envolvendo combinação de negócios, o anúncio e a efetivação das operações. Verificou-se como o mercado reage após tais anúncios. Para tanto, empreendeu-se a técnica de Estudo de Eventos.

Os resultados obtidos com a presente pesquisa corroboram algumas suposições teóricas, bem como refutaram outras, reafirmando que não há um consenso quanto aos resultados das pesquisas que envolvem combinação de negócios. A distribuição assimétrica dos ganhos entre adquirentes e adquiridos permanece como um quebra-cabeça tanto na literatura de finanças quanto de estratégica (Capron & Pistre, 2002).

Os achados deste estudo vão ao encontro do trabalho de Romano e Almeida (2015), no qual há evidências empíricas de que existem retornos anormais positivos e estatisticamente significativos para a empresa adquirente e para a adquirida e a qual contraria a ideia de que os retornos das adquirentes são próximos de zero. Contudo este estudo somente faz a análise empírica na visão da adquirente.

Os resultados das evidências analisadas sugerem que, em alguns casos, há retornos anormais positivos na divulgação do anúncio da combinação de negócios e na concretização da combinação de negócios, sendo esse principal evento relevante para análise do investidor.

A partir dos estudos de eventos realizados, verificou-se que tanto na divulgação do anúncio, quanto na concretização da combinação de negócios, o mercado se mostra eficiente na sua forma semiforte, contribuindo com a literatura existente. Em suma, igualmente no



anúncio e na conclusão da combinação de negócios, em mais da metade das empresas da amostra, os RAAs foram estatisticamente significativos.

A presente pesquisa contribuiu para as discussões a respeito das combinações de negócios na criação de valor para o acionista e na alteração das expectativas dos investidores, corroborando a relevância do fato relevante referente à combinação de negócios. Academicamente, o estudo empreendido contribui para que novas pesquisas explorem fatos relevantes e sua *value relevance*, a partir da visão da combinação de negócios e também para verificação do volume de divulgação de informações que sejam relevantes, tendo em vista que divulgar informações gera custos. Contudo, apesar de ter alcançado o fim proposto, a pesquisa possui algumas limitações.

O estabelecimento da janela de estimação é uma delas, pois cabe ao pesquisador a sua determinação, conforme o objetivo que pretende alcançar, gerando certa discricionariedade. Além disso, Camargos e Barbosa (2003) ressaltam que há alguma dificuldade em determinar a data exata em que o mercado recebeu a informação do evento em estudo e como a reação do mercado pode difundir-se nesses dias. Os cálculos dos retornos anormais, que possuem mais de um modelo para utilização, bem como a possibilidade da existência de estacionariedade das variáveis, também configuram-se como limitação. O período de análise é curto, apesar de resultados significativos, devido ao fato de haver poucas empresas que anunciaram e realmente concluíram a operação.

Sugere-se, como pesquisas futuras, a realização do mesmo estudo com um período de análise maior e também, a utilização de outro modelo estatístico para previsão do valor das ações, devido à volatilidade das ações. Também se recomenda a segregação da amostra por setores ou empresas públicas ou privadas, pois os RAAs não possuem comportamento estático, ora positivo, ora negativo, variando de empresa para empresa. Como o presente artigo teve como objeto de estudo apenas um tipo de fato relevante, recomenda a análise de outros tipos de fatos relevantes. Ainda, recomenda-se analisar empresas de diferentes mercados, tais como o americano, com objetivo de trazer mais subsídios referentes ao impacto dos fatos relevantes em diferentes mercados.

REFERÊNCIAS

- Araújo, J. M., & Leite, P. A. M. (2012). Modelagem da Volatilidade Apresentada Pelos Índices IVBX-2 e SMLL no Ano de 2008 Usando Modelos da Família ARCH. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(4).
- Agrawal, A., Jaffe, J., & Mandelker, G. (1992). The Post-merger Performance of Acquiring Firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47(14), 1605-1622.
- Alves, P.S. (2011) Fusões e Aquisições no Setor Bancário: Estudo de Eventos. (Dissertação de Mestrado), Rio Grande do Sul.
- Alves, J.M., & Zotes, L.P (2016). Fusões e Aquisições e seus impactos no valor da firma: investigação no setor de ensino superior no Brasil. INOVARSE, XII Congresso Nacional de Excelência e Gestão & III Inovarse – Responsabilidade Social Aplicada.
- Balcilar, M., & Cakan, S, Gupta, R. (2017). Does US news impact Asian emerging markets? Evidence from nonparametric causality-in-quantiles test. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 32-43.
- Belo, N., Brasil, H. Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte de Mercado. (2006). *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 46, 48-57.
- Barbosa, J., Altoé, S.M.L, Silva, W.V., Almeida, L.B. (2013). Índice carbono eficiente (ICO2) e retorno das ações: um estudo de eventos em empresas não financeiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 19, 59-69.



- Bergmann, D. R., Savoia, J. R. F., & Souza, B. M. (2015). Avaliação dos processos de fusões e aquisições no setor bancários brasileiro por meio de estudos de eventos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(56), 1105-1115.
- Brito, G.A. S., Batistella, F.D., & Famá, R. (2005). Fusões e Aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de administração – RAUSP*, 40(4), 3-360.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F.V. (2003). Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.
- Carmargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.
- Campbell, J.; LO, A.W; Mackinlay, A. (1997). *The Econometric of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-94.
- Cardoso, R., Martins, V. (2012). Hipótese de Mercado Eficiente e o modelo de precificação de ativos financeiros. In: LOPES, A, MARTINS, V. *Teoria Avançada de Contabilidade*. São Paulo.
- Castro, R. D., & Marques, V.A. (2013). Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: evidências no mercado brasileiro. *Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal*, 32(1), 109-124.
- Costa Junior, J.V. (2008). Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. Tese (Doutorado) Universidade de São Paulo.
- Copeland, T.E.; Koller, T.; Murrin, J. (2002). *Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. (3ª. Ed.) Pearson Makron Books.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 16 dez. 2017.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliário. (2017). Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Recuperado em 20 de dezembro, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>.
- Dodd, P. (1980). Mergers Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-138.
- Fama, E.F.(1970a). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2).
- Ferreira, D. S. B. (2010). Volume de negociação, fatos relevantes e notícias de imprensa econômica no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*. 13(3), 53-70.
- Gilson, R. J., & KraaKman, R. (2014). Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. SSRN, 458.
- Healy, P.M.; Palepu, K.G., & Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of financial economics*. 31(2), 135-175.
- Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. Van. (1999). *Teoria da contabilidade* (A. Z. Sanvicente, Trad.). São Paulo: Atlas. (Obra original publicada em 1992).
- IFRS Foundation. (2017). Better Commuication I Financial Reporting. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/principles-of-disclosure/#about>
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.



- Jensen, M.C., & Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Khana, A. R., Mishra, A. K., & Mottleb, K. A. (2014). Impact of mergers and acquisitions on stock prices: The U.S. ethanol-based biofuel industry. *Biomass and Bioenergy*, 61, 138-145.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of Postacquisition Performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Lanzana, A. P. Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras. (2004). 154 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- Leitão, C.R.S., & Galli, O.C. (2014). Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. *Revista Organizações em Contexto*, 10(20), 267-296.
- Lopes, A.B., & Martins, E.. (2007) Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem. (2ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Machado, C.A. (2009). Evidências de Insider Trading em eventos de descoberta de petróleo e reservas de gás no Brasil. (Dissertação de Mestrado) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN).
- Machado, C. A., Da Cunha, M. F., Iara, R. N., & Gomes, J. V. (2013). 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*, São Paulo, Anais.
- Mackinlay, A. (1997) Event Studies in Economic Finance. *Journal of Economic Literature*. 35(1), 13-37.
- Malmendier, U & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Marks, K. H. Robbins, L. E., G. Fernández, Funkhouser, J. P. & William, D. L. (2009). The Handbook of Financing Growth: Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions. (2nd ed.) John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.
- Matos, R.M. (2016). Retorno anormal e a mudança de *CEO* em companhias abertas com participações societárias em fundos de pensão. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Paraná, Paraná, PR, Brasil.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). Economics, Organizacional & Management. New Jersey: *Prentice-Hall*.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Mosquera, R. Q. Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. (1999) São Paulo: Dialética.
- Mussa A., YANG, E., Ttrovão R., & Famá R. (2008). Hipótese de Mercados Eficientes e Finanças Comportamentais _ As Discussões Persistem. *FACEF Pesquisa*, 11(1), 5-17.
- Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da Informação Contábil, Governança Corporativa e Controle Organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- Noda, R. F., Oliveira, Jr., & Eduardo, K. E. (2014). Internalização de empresas brasileiras por meio de aquisições e geração de valor para o adquirente. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3, 1-29.



- Patrocínio, M.R., Kayo, E.K., & Kimura, H. (2007). Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004. *Revista de Administração*, 42(2), 205-215.
- Pessanha, C.R.G., Calegario, C.L.L., Sáfiadi, T., & Alcântara, J.N. (2014). Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 145-158.
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. C., & Macedo, M. A. S. (2015). Retornos Anormais Versus Criação de Valor e Sinergias Operacionais de Firms Brasileiras Envolvidas em Combinações de Negócios. *Pensar Contábil*, 17(64), 30-38.
- Pinheiro, A., & Carvalhal, A. (2011). Abnormal returns in mergers and acquisitions: new evidence in Brazil. *Inventi Impact: Emerging Economies*, 2011(1), 10-14.
- Rahman, Z., Ali, A., & Jebran, K. (2018) The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *The Journal of Finance and Data Science*, 4, 44-54
- Rocha, I., Pereira, A. M., Bezerra, F. A., & Nascimento, S. (2012). Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. *Revista de Gestão*, 19(2), 227-340.
- Romano, P. R., & Almeida, V. S. (2015). Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais Decorrentes de Fusões: O caso BRF S.A. *RAC*, 19(5), 606-625.
- Silva, J., & Famá, R. (2011). Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. *Revista de Administração*, 46(2), 178-190.
- Silva, C.A.T., & Fernandes, J. L. T. (2009). Legibilidade dos fatos relevantes no Brasil. *RAC*, 3(1), 142-158.
- Silva, C.A.T., & Pereira, V.A.S. (2008). Fatos relevante e sua influência no preço das ações no Brasil. In: 5º CONGRESSO USP INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE.
- Silva, C. C., Silva, F. G. F., & Silva, E. V. A. (2017). Impacto do anúncio de fusões & aquisições sobre a competitividade do mercado: Um estudo de caso da fusão Bradesco-HSBC Brasil. *Revista Espacios*, 38(38), 12.
- Simões, M.D. , Macedo-Soares, T. D. L. A., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2010, setembro). Assesment of Market Efficiency in Argentina, Brazil and Chile: na Event Study of Mergers and Acquisitions. *BAR*, 9(2), 229-245.
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENANPAD, XXVI, Salvador. Anais... Salvador, ANPAD.
- Souza, M. M., & Borba, J. A. (2017). Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 28(73), 77-92.
- Takamatsu, R.T., Lamounier, W.M., & Colauto, R.M. (2008). Impacto na divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes da Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46-63.
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006, set./dez) Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. (Vol. 42, p.p. 35-49) *Revista de Contabilidade e Finanças*, São Paulo.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standarts. *The Accounting Review*. 53.