



Volume de negociação, fatos relevantes e notícias de imprensa econômica no Brasil

The impact of release of relevant facts and press reports on the volume of shares traded on the brazilian stock market

Denise Sampaio Braga Ferreira*

RESUMO

A pesquisa tem por objetivo verificar se a emissão dos fatos relevantes e da imprensa afeta o volume negociado das ações e quais os principais assuntos. Para tanto, foram analisados os movimentos acima do normal no volume de negociação das principais ações negociadas no mercado brasileiro e foi verificada a existência ou não de fatos relevantes e notícias na imprensa econômica. A amostra contou com 89 empresas para o período de 2008 e início de 2009. Dos 575 dias de negociação acima do normal, 398 encontraram justificativa nos fatos relevantes e nas notícias. Os resultados demonstram que a imprensa está informando mais o mercado do que os fatos relevantes. Os principais temas verificados referem-se à transferência do controle acionário da companhia; incorporação, fusão ou cisão; celebração ou extinção de contrato para os fatos relevantes. Para as notícias, foram lucro ou prejuízo e aumento ou redução no preço das ações.

Palavras chave: Fato relevante. Volume negociado. Imprensa, Crise do subprime.

ABSTRACT

Accounting information attempts to provide users with information useful to their decision-making process. Brazilian law requires managers to communicate to the stock exchange and to the press any relevant facts that might influence investor trading decisions. The research reported here investigated whether the release of relevant facts and reports published in the specialized economic press had any effect on the volume of shares traded on the Brazilian stock market and what were the principal topics dealt with in terms of relevant facts and press reports. To this end all above-average movements in volume traded of the principal shares traded on the Brazilian stock market were identified and the existence of the release of relevant facts or of press reports was determined. The sample included in the study consisted of 89 companies for the period of 2008 and the beginning of 2009. Of the 575 trading days in which volume was higher than average, 398 could be accounted for by the release of relevant facts and press reports. Results show more press reports are published than relevant facts. The principal topics observed with respect to relevant facts were changes in company control, incorporation, merger or separation, and the signing or rescinding of contracts. Principal topics dealt with in press reports were profit and loss and the increase or decrease in stock prices.

Keywords: Share volume. Relevant facts. Press reports.

* Contadora da INFRAERO - denisesampaio87@gmail.com

1 INTRODUÇÃO

A informação contábil procura suprir o usuário com informações úteis ao seu processo decisório conforme Iudícibus (2004). Ao considerar o investidor como usuário, constata-se que as informações financeiras influenciam o mercado de capitais dos países. Além disso, também têm o papel de integrar o que pode ser identificado mais facilmente ao observar o efeito contágio nas bolsas de valores a partir do início da crise do subprime em abril de 2007. O efeito contágio é causado pela integração do mercado de capitais a qual impede que as decisões macroeconômicas sirvam de barreira à flutuação dos preços e volume negociado das ações. Neste cenário, a informação contribuiu para a instabilidade econômica em escala global.

O papel da informação é mais imprescindível nos países cujas empresas buscam, principalmente, o financiamento no mercado de capitais. O objetivo principal é produzir informações capazes de refletir a real situação econômico-financeira da empresa, visto que a transparência atrai investidores. Para expressar a realidade econômica, as empresas apresentam um conjunto de informações financeiras obrigatórias e complementares que podem ter dados quantitativos comuns ou textos narrativos. Entre as complementares, estão o balanço social, os fatos relevantes, as discussões narrativas, entre outras que são fundamentais para esclarecer informações não contidas nas tradicionais demonstrações contábeis.

A *Securities And Exchange Commission* [SEC] (2003 apud Fernandes e Silva, 2009, p. 144) “ressalta a importância da explicação narrativa nos relatórios contábeis, tendo em vista que apenas a apresentação numérica ou em notas de rodapé, às vezes, são insuficientes para o julgamento correto dos investidores sobre dividendos ou sobre o desempenho futuro.”

No Brasil, os fatos relevantes constituem textos narrativos que informam os agentes de alterações importantes na empresa definidas pela administração. Diante da importância do seu teor, estudos de análise de conteúdo e análise sintática são as pesquisas mais frequentes. As mais recentes de Fernandes e Silva (2007) verificam a facilidade de leitura do texto dos fatos

relevantes por meio da metodologia da legibilidade Flesh.

A importância do seu conteúdo suplanta a função de informar os agentes econômicos. Os fatos relevantes podem provocar alterações nos preços, no volume de negociação e na decisão de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia. A pesquisa de Pereira e Silva (2008) aborda a influência dos fatos relevantes no preço das ações por meio da análise de conteúdo.

O mercado de capitais é alvo de pesquisas, principalmente, sobre preço de ações. Camargos e Barbosa (2003b) elaboraram uma síntese de 24 trabalhos empíricos sobre a Hipótese de Eficiência do Mercado (HEM) para verificar em qual estágio de absorção de informações o mercado brasileiro se encontra. A HEM ainda é tema de estudo; a pesquisa de Rêgo e Mussa (2008) mede o efeito feriado no mercado acionário brasileiro. Entretanto, estudos que abordam o mercado de capitais e fatos relevantes ainda são escassos.

Além das informações financeiras complementares e obrigatórias, a imprensa, também, influencia o mercado de capitais. De forma geral, os estudos buscam identificar a sua interferência no lucro e no mercado de capitais.

Este trabalho procurou observar os dias em que as negociações das ações de uma empresa sofreram uma elevada variação em relação ao seu comportamento normal no volume. Com base nisso, procurou verificar a existência de um fato relevante ou de uma notícia em jornal que pudesse ser a possível explicação para este movimento anormal no volume de negociação. A hipótese da pesquisa assume que o excesso de negociação deve ser decorrente de algo relevante para a companhia. Diante do exposto, a pergunta da pesquisa é: um movimento anormal no volume de negociação na bolsa de valores tem sido acompanhado por um fato relevante e/ou uma notícia na imprensa econômica?

Assim, o objetivo do trabalho é verificar se as negociações anormais no mercado acionário brasileiro chegam ao conhecimento do investidor por meio de um fato relevante e/ou uma notícia da imprensa.

O estudo divide-se em 5 seções: a revisão da literatura aborda a importância da informa-

ção contábil no mercado de capitais; as pesquisas acadêmicas sobre o volume de negociação; o ambiente econômico em que se insere o objetivo do estudo; a importância dos fatos relevantes como informação contábil; e pesquisas com a imprensa. Em seguida, explica-se o proceder metodológico, a análise dos resultados e as considerações finais com sugestões sobre o aprofundamento da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Informação contábil e mercado de capitais

As empresas identificam a importância do mercado de capitais na medida em que o mercado oferece financiamento e informação para orientar a tomada de decisões.

“[...] o mercado é capaz, via preço, de demonstrar a aprovação ou não das ações e dos investimentos realizados pela administração. Como decorrência, também pode ser utilizado pelos administradores para “sentir” a reação do mercado a potenciais projetos que estão por realizar e, assim, optar pelo de maior aceitação. (Dos Santos & Dos Santos, 2005, p. 105).

No Brasil, a contabilidade sempre foi atrelada à legislação tributária, pois a principal forma de financiamento das empresas era o mercado de crédito bancário com fonte governamental. O mercado de capitais brasileiro só adquiriu mais importância a partir da década de 1960 e 1970 em que foi promulgada a Lei 6404/76. Essa lei inseriu objetivos quanto à apuração do lucro para o acionista visando ao fortalecimento do mercado de capitais como fonte de recursos das empresas. Na década de 1990, houve o crescimento do mercado de capitais brasileiro e a inserção de investidores internacionais. Pautadamente, desenvolveu-se a divulgação de informações que pudessem refletir a essência econômica empresarial. (Niyama, 2007)

Com a evolução da divulgação de informações contábeis, estudos empíricos foram feitos a fim de verificar a eficiência dos mercados mediante o reflexo das informações no preço das ações. Segundo Hendriksen & Van Breda (1999,

p. 117), a hipótese de mercados eficientes afirma que os preços dos títulos incorporam toda informação disponível de forma não viesada. Desta forma, um novo preço deveria ser definido rapidamente quando se publicasse uma informação relevante.

A teoria estrutura a eficiência do mercado; entretanto, a realidade dos mercados não coincide amplamente com o modelo teórico, pois as informações são absorvidas com velocidades diferentes. Assim, classifica-se o mercado pela evolução da absorção de informação em três formas: fraca, forte e semiforte. A forma fraca expõe que “os preços dos títulos refletem completamente as informações explícitas na sequência passada dos próprios preços.” A forma forte diz que “toda informação relevante disponível está refletida nos preços dos títulos. Ou seja, os preços refletem integralmente tanto a informação privilegiada quanto toda informação publicamente disponível.” A forma semiforte define que “os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível.” (Hendriksen & Van Breda, 1999, p.118)

Camargos e Barbosa (2003b, p. 52) analisaram 24 estudos entre 1990 a 2001 e verificaram que 41,7% desses estudos identificaram a forma fraca e 33,3% classificaram o mercado brasileiro na forma semiforte. Deste modo, a estrutura de mercado de capitais brasileiro apresenta-se na forma fraca. Entretanto, os mesmos autores previram uma evolução do mercado de capitais para a forma semiforte a partir da década de 1990 com a influência do cenário internacional. Antunes *et al.* (2006) verificam a eficiência do mercado brasileiro na sua forma fraca e semiforte e constatam que “o mercado acionário brasileiro é informacionalmente eficiente nas formas fraca e semiforte.”

Além de pesquisas para identificar se os preços das ações refletem as informações passadas, disponíveis ou privilegiadas, aprofundou-se a investigação sobre a influência das informações contábeis no preço das ações. Sarlo Neto *et al* (2004, p.12) analisaram o efeito das demonstrações contábeis no preço de cada tipo de ação (preferencial e ordinária). Constataram que, em ações preferenciais, “os resultados contábeis divulgados representam uma fonte importante de informação para o investidor.”

Silva & Fávero (2007, p.8) constataram a influência das demonstrações contábeis na variação dos preços das ações no mercado brasileiro e no mercado americano. Além disso, verificaram que dados, tais como receita, lucro bruto, lucro operacional e dividendo afetam mais o preço das ações ordinárias, ou seja, aspectos relacionados ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos. Para as ações preferenciais, o preço é impactado através do EBIT, lucro líquido e dívida bruta.

Diante desses estudos sobre o mercado de capitais e a informação contábil, verifica-se que o lucro é um agente informacional que afeta o preço das ações. Entretanto, Hendriksen & Van Breda (1999, p. 206) observam que não há correlação perfeita entre lucro e preço das ações. Isto ocorre devido ao fato de que os preços absorvem um conjunto de informações muito mais amplo do que o representado apenas por lucros contábeis.

O mercado adquire sua eficiência por meio de informação financeira não contida em demonstração contábil. [...] Os analistas financeiros profissionais e os administradores de fundos de investimento obtêm informação diretamente por meio de entrevista com os executivos ou funcionários das empresas ou das declarações das empresas à imprensa. [...] Uma redução dos custos para a empresa geraria um benefício social [...] se a informação fosse fornecida mais rapidamente e sem custo adicional por alguma outra fonte. (Hendriksen & Van Breda, 1999, p. 129)

É importante ressaltar que existe uma interferência direta dos preços das ações na variação da quantidade transacionada. Segundo Mankiw (2008, p. 66), a lei da demanda estabelece que

[..] com tudo o mais mantido constante, quando o preço de um bem aumenta, sua quantidade demandada diminui; quando o preço diminui, a quantidade demandada aumenta." Ao aplicar essa teoria às ações, observa-se que qualquer alteração de preço da ação produz alteração na quantidade demandada e, por conseguinte ocorre flutuação no volume de negociação. Esse ajuste natural do mercado segue a lei da demanda

e da oferta: [...] o preço de qualquer bem se ajusta para trazer a quantidade ofertada e a quantidade demandada do bem para o equilíbrio." (Mankiw, 2008, p. 77).

Visto que as informações contábeis possuem influência no preço das ações e o preço das ações interfere no volume de negociação, podem-se observar várias pesquisas que abordam diretamente a influência do lucro e das informações contábeis no volume de negociação.

2.2 Volume de negociação

As pesquisas que envolvem o volume de negociação também surgiram com o desenvolvimento do mercado de capitais. Os estudos listados a seguir analisam o mercado de capitais, principalmente, com enfoque no volume de negociação. As primeiras pesquisas tiveram início / iniciaram-se na década de 1960, com estudos Beaver, o qual procurava "[...] demonstrar que a informação contábil possui valor informacional e é capaz de alterar expectativas de retornos futuros, assim como o volume de negociação na semana do anúncio que também sofria alteração." (Scarpin *et al*, 2007, p. 5)

Wang (1994) analisou a relação entre a heterogeneidade de informação dos investidores e o comportamento do volume negociado e sua relação com a dinâmica dos preços. O autor concentrou-se em avaliar a interferência da informação assimétrica no retorno e no volume negociado. Verificou que o volume é positivamente correlacionado com a variação nos preços e nos dividendos. Ainda identifica que a assimetria de informações entre os investidores aumenta a diferença entre volume e retorno. Isso implica que o volume negociado carrega informações importantes sobre como ativos são precificados no mercado.

Chae (2005) investiga o volume negociado antes de anúncios corporativos periódicos e não periódicos. O anúncio foi designado como periódico no momento em que se refere à disponibilização ao público de quando será emitido um aviso. Neste artigo, o autor usou anúncios de lucro como anúncios periódicos e estabelece que "Anúncios de lucros envolvem a divulgação de informação em que a periodicidade é conhe-

cida publicamente. Apesar de pré anúncios de lucros tornarem-se cada vez mais populares, os anúncios de ganhos reais ainda resolvem muita incerteza relacionada aos preços das ações”.¹

Para anúncios não periódicos, Chae (2005) usa anúncios de aquisição de empresas, de metas, e da Agência de classificação de riscos Moody’s Investor Services. Nem o tempo, nem a magnitude e direção desses anúncios é informação pública. Desse estudo, examinou que o volume negociado diminui em mais de 15% antes dos anúncios periódicos de lucro. Enquanto que o contrário é válido para a relação volume após o anúncio de lucros. Em contraste, o volume negociado antes dos anúncios não periódicos aumenta excessivamente. Verifica, portanto, que o volume negociado está negativamente correlacionado aos níveis de informação assimétrica antes de anúncios periódicos e, positivamente correlacionado às informações assimétricas após anúncios periódicos.

Loriato e Gomes (2006) analisam a movimentação anormal do mercado de ações brasileiro, em torno dos anúncios contábeis anuais. Utilizando metodologia similar à de Beaver, o estudo demonstrou que as divulgações contábeis anuais trazem informações relevantes para o mercado brasileiro. Isso provoca um aumento no volume de ações negociadas, nas sete ou oito semanas antes das divulgações contábeis anuais, no entorno da semana do anúncio e na terceira semana após o evento.

Os autores analisam o aumento do volume nos períodos e explicam tais resultados. O aumento do volume antes das divulgações deflagra que “a pouca pulverização do mercado acionário permite que os detentores do controle acionário tenham acesso às informações bem antes da divulgação.” O aumento do volume, na semana do anúncio, coincide com a teoria dos mercados eficientes na forma semiforte. Entretanto, o aumento de volume após o evento surpreende e o autor supõe que os investidores usam informações velhas como se fossem novas. São aqueles com menor poder para acompanhar as notícias tempestivamente.

Scarpin *et al* (2007, p. 12) verificou por meio de um de seus modelos se a data de publicação das demonstrações contábeis afeta o número de negócios das ações. Em relação ao número de negócios, averiguou que o número de dias de publicação, juntamente com as variáveis contábeis, afeta o número de negócios. Ainda observou que “[...] quanto mais tempo leva para uma empresa publicar suas demonstrações, menor fica o seu volume de negociação, ou seja, faz com que as empresas percam a sua relevância, penalizando assim as empresas que demoram a divulgar suas demonstrações.”

2.3 Ambiente econômico

Observa-se que as modificações de preços e volumes de negociação ocorrem devido à decisão de investidores de comprar ou vender valores mobiliários. Essas decisões são motivadas por informações divulgadas no mercado que são relevantes a ponto de interferirem na composição do portfólio de um investidor.

De acordo com Lamounier e Nogueira (2007), os retornos entre os mercados capitalizados mostraram-se inter-relacionados para o período de 1995 a 2002, que é considerado de crise econômica. Para o período de estabilidade econômica (2003-2005), os retornos dos mercados emergentes, como o do Brasil e o do México, responderam de forma significativa aos choques nos retornos dos demais mercados analisados. Os mercados emergentes considerados na amostra foram o do Brasil, da Rússia, da Índia, da China e do México e os principais mercados bursáteis capitalizados: dos EUA, do Japão e do Reino Unido.

A interação dos mercados capitalizados examinada pode ser considerada uma consequência do acesso facilitado e da propagação da informação. Segundo Moreira (2007, p. 13), as adversidades vivenciadas nos países podem gerar um efeito contágio nos mercados internacionais. E exemplifica a extensão desses efeitos

[...] nas sucessivas crises econômicas mundiais ocorridas, como a crise do México

¹ “Earnings announcements involve a release of information in which the timing is publicly known. Even though “pre” earnings announcements have become increasingly popular, the actual earnings announcement still resolves much uncertainty related to stock pricing.”

(1994), crise da Ásia (1997), crise da Rússia (1998), crise cambial brasileira (1999), crise das ações de empresas de tecnologia – NASDAQ (2000), crise da Argentina em 2002 e, mais recentemente, uma crise que tem preocupado o mundo e vem causando tremores nos mercados financeiros internacionais, que é a crise do setor imobiliário norte-americano, em 2007.

A crise imobiliária dos EUA não teve um marco para seu início, segundo Torres Filho e Borça Junior (2009): “Alguns marcam seu início em abril de 2007, com a falência da *New Century Financial Corporation* - o segundo maior credor de hipotecas *subprime* dos EUA. Outros preferem agosto do mesmo ano, quando o banco francês BNP-Paribas decidiu suspender o resgate de alguns de seus fundos hipotecários [...]” Entretanto, o marco do seu agravamento foi em setembro de 2008 quando o governo americano não forneceu apoio financeiro ao Lehman Brothers para seu pedido de concordata. Assim, esse fato foi culminante para o agravamento da crise financeira. (Borça Junior & Torres Filho, 2008).

Depois dessa atitude, houve um colapso na oferta de crédito e “várias medidas foram tomadas pelos bancos centrais dos países desenvolvidos para injetar maior liquidez nos mercados, [...], entretanto foi insuficiente para combater a crise que já tinha se generalizado na economia.” (Ferreira, 2008, p. 166)

Salama (2009, p. 34) aborda que no início da crise imobiliária, vários economistas previam que as economias emergentes seriam pouco ou nada afetadas. Principalmente, no Brasil, pois os indicadores de vulnerabilidade sugeriam uma melhora. Entretanto, houve “queda acentuada das bolsas, antecipando a das bolsas dos países desenvolvidos; em seguida, defasada, forte depreciação das moedas ante o dólar, sobretudo quando estoura a crise financeira.”

Assim, a crise do subprime teve impacto nas economias emergentes e desenvolvidas e sua amplitude afetou a economia global. Braga (2009, p. 94) defende que

Talvez, a presente crise imobiliária americana tenha sido, dentre as crises financeiras do pós-Segunda Guerra Mundial, aquela mais previamente anunciada. A surpresa

não foi sua ocorrência, mas a extensão com que ela penetrou os sistemas financeiros nacionais e os mais distintos atores, e a forma insinuante e insidiosa de inovações financeiras. Viu-se a omissão das autoridades monetárias, supervisoras, fiscalizadoras etc.

Com o fim da crise, os pesquisadores defendem reformas na regulamentação do mercado e mudança nos limites de intervenção do Estado na Economia. Reforçando, portanto, a necessidade de intervenção governamental proposta por Keynes desde a crise de 1929.

2.4 Fatos relevantes

A integração dos mercados financeiros e os efeitos da instabilidade econômica dos países desenvolvidos nas economias emergentes fazem a informação ser um instrumento de proteção contra maiores prejuízos causados pela instabilidade econômica.

Para aumentar o acesso à informação dos investidores e acionistas sobre a situação financeira das empresas, a lei 6404/76 no art. 157, § 4º. previu a obrigação dos administradores de comunicar à bolsa de valores e à imprensa qualquer fato relevante ocorrido nos seus negócios que pudesse influenciar a decisão dos investidores de negociar os valores mobiliários.

A publicação da informação por meio do fato relevante deve abranger determinadas características elencadas por Felipe (2008, p.27), tais como a relevância, confiabilidade, comparabilidade e materialidade. Acrescenta que o fato relevante é periodicamente publicado sem normatização para a data de sua divulgação; é desprovido de padronização de leiaute e linguagem e são constituídos principalmente por textos narrativos. Além de tornar inviável a auditoria nessa demonstração, a linguagem pode influenciar os usuários no processo decisório.

De acordo com a instrução da CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conceitua-se relevante como sendo:

[...] qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico,

negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários [...]

A instrução da CVM define 22 exemplos que podem ser considerados fato relevante e não abordam uma lista exaustiva dos atos ou fatos relevantes que devem ser considerados. Tem-se, como exemplo, assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário; mudança no controle da companhia; incorporação, fusão ou cisão; lucro ou prejuízo; aprovação, alteração ou desistência de projeto.

A divulgação de atos ou fatos potencialmente relevantes ao processo decisório é definida pela CVM no art. 3º da instrução como sendo responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores. O Diretor deverá divulgar as informações simultaneamente ao mercado e à imprensa por meio de qualquer meio de comunicação que possua grande circulação. Uma alternativa permitida é publicar de forma resumida no jornal com indicação dos endereços na *Internet*, onde o fato relevante deverá estar apresentado integralmente e ter o mesmo conteúdo daquele enviado à CVM para que haja redução da assimetria da informação.

Quando a informação representar risco ao interesse da companhia, a instrução permite que a empresa não a divulgue. Entretanto, a CVM poderá exigir a publicação de informação que tenha sido considerada sigilosa pela empresa por haver pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria.

Diante da importância do seu conteúdo, o fato relevante tornou-se objeto de pesquisas que analisam seu teor informacional assim como a sua possível influência no preço das ações. Dentre os enfoques abordados, encontram-se as pesquisas mais recentes listadas a seguir.

Fernandes e Silva (2007) encontraram que os fatos relevantes das companhias abertas brasileiras emitidos nos últimos 5 anos são de difícil leitura e que estão ficando mais difíceis de serem lidos. Em relação ao assunto abordado, os fatos relevantes com informações sobre lucro, prejuízo ou proventos em dinheiro

foram considerados os mais fáceis de serem lidos enquanto que os sobre plano de outorga de opção de compra de ações foram considerados os de legibilidade mais difícil. Ainda Fernandes e Silva (2009) verificam que as empresas brasileiras estão emitindo menos fatos relevantes, estão maiores e continuam de difícil leitura. Acrescentando um alerta de que “atenção especial deveria ser dada, principalmente por parte da CVM, à forma como os textos narrativos dos fatos relevantes são divulgados, tendo em vista que a legibilidade pode representar uma melhoria na evidenciação da informação contábil.”

Pereira e Silva (2008) verificaram se o nível de otimismo (pessimismo) causa impacto no preço das ações. Os resultados demonstram que o mercado não reagiu aos fatos considerados neutros, como o esperado. A justificativa para tal fato deve-se ao conteúdo destes fatos, já que a maioria representava um cumprimento da norma ou sentenças declarativas. Para os fatos otimistas, o mercado não reagiu a mais de 95% dos casos. O autor aborda possíveis explicações: o mercado esperava notícias ainda melhores; o mercado pode ter interpretado que a empresa tentou disfarçar uma notícia ruim ou essas informações teriam sido antecipadas pelo mercado, estando, portanto, já refletidas nos preços, conforme a hipótese de eficiência do mercado na sua forma semiforte. E, para os fatos pessimistas, não houve reação em nenhum dos casos, dificultando fazer generalizações quanto aos fatos relevantes pessimistas devido ao tamanho da amostra.

2.5 Imprensa

Além de ser informado com demonstrações contábeis e fatos relevantes, o mercado americano utiliza a imprensa como fonte de informação segundo Souza (2007, p. 4) Dyck e Zingales (2003 apud Souza, 2008, p. 4) examinaram se as notícias da imprensa poderiam influenciar o preço dos ativos. Os pesquisadores encontraram que os preços reagem mais significativamente de acordo com o tipo de ganho enfatizado pela imprensa; no entanto esse efeito é fortemente verificado em revistas que possuem mais credibilidade.

O estudo de Christensen *et al* (2004) foi desenvolvido “com o objetivo de examinar o grau com que a pré-divulgação pública de informação, refletida no preço das ações durante o trimestre, afeta o caráter informativo dos subsequentes anúncios de lucros trimestrais.” Verificou-se que os retornos anormais dos lucros são negativamente associados com o volume de informação refletida nos preços durante o trimestre, nas datas dos anúncios públicos. Entretanto, depois de considerar a informação pré-divulgada incorporada aos preços durante o trimestre e a concentração setorial, os anúncios de lucros das empresas maiores e com acompanhamento de analista são mais informativos. (Christensen *et al*, 2004 apud Pereira & Lustosa, 2007, p. 4)

Pereira e Lustosa (2007) examinaram se existe uma relação inversa do impacto da pré-divulgação de notícias sobre as empresas brasileiras na divulgação do lucro, considerando que as informações já divulgadas na imprensa sobre as empresas estão incorporadas no preço das ações. A amostra da pesquisa foi composta pelas empresas do setor de metalurgia e siderurgia brasileiro listadas na Bovespa no ano de 2003 a 2005. Os autores encontraram

[...] evidências empíricas de que o mercado não reagiu, na média, aos lucros quando divulgados, pois tal reação, significativamente, positiva, já ocorrera no momento em que as notícias sobre as empresas foram publicadas na imprensa antes da data da divulgação do lucro. Esse resultado obtido apresenta indícios de que o mercado apresenta eficiência na sua forma semiforte.

Souza (2008) realizou uma pesquisa com as revistas *Exame* e *Isto é Dinheiro* nos período de 2003 a 2007 para “identificar a relação entre a publicação de notícias pela imprensa a respeito de empresas que operam na BOVESPA e a influência dessas no retorno das ações das empresas referenciadas nessas reportagens.” O autor verificou que a imprensa não influencia os retornos futuros das empresas a que se referem, ou seja, a imprensa não parece ser uma fonte de informação para o mercado de capitais brasileiro, diferentemente do papel que a mídia exerce nos Estados Unidos.

3 METODOLOGIA

A pesquisa possui uma combinação de avaliação quantitativa e qualitativa. Apresentou as seguintes etapas: coleta do volume de negociação das ações do IBrX; identificação dos dias de excessiva negociação; coleta de fatos relevantes e notícias. A análise qualitativa compreendeu a leitura e classificação dos fatos relevantes e das notícias que afetaram o mercado.

Visto que o presente trabalho busca analisar a influência dos fatos relevantes no mercado de capitais com ênfase no volume de negociação das ações, utilizou ações listadas no Índice Brasil - IBrX. Este índice é composto pelas 100 ações mais negociadas na Bovespa, em termos de número de negócio e volume financeiro, conforme a metodologia do IBrX. Portanto, a pesquisa abrange as empresas listadas pelo Índice Brasil do primeiro quadrimestre de 2009, que constituem uma carteira teórica com as 100 ações de maior índice de negociabilidade na BOVESPA. Esta escolha garante que participam da análise somente as empresas com ações de elevado volume de negociação, onde a compra de ações de um investidor de médio e pequeno porte não influencia este volume de negociação.

As 100 ações são compostas por 90 empresas listadas no IBrX, pois dez empresas foram repetidas por ter mais de uma classe de ação. Da pesquisa, treze empresas não apresentaram nenhum dia com excessivo volume de negociação, segundo o critério estabelecido previamente. Uma empresa foi excluída por apresentar dados de volume de negociação somente a partir de 02/04/2008. Da amostra inicial, 89 empresas tiveram a cotação analisada e em 76 procedeu à busca por fatos relevantes e/ou notícia.

Inicialmente, foi realizada uma coleta dos volumes de negociação de cada ação do Índice Brasil no período de setembro de 2007 a fevereiro de 2009 na Economática®. Posteriormente, calculou-se a média (μ) com os dados do último quadrimestre de 2007.

$$\mu = \frac{\sum x}{n}$$

Sendo,

μ = Volume médio de negociação;

x = Volume negociado diariamente no período de 03/09/2007 a 31/12/2007;
 n = Número de dias utilizados.

Em seguida, aplicou-se um teste lógico que é composto pelo somatório do “volume médio de negociação mais três desvios”. A restrição dos dias a esse teste foi realizado para identificar os dias que tiverem a negociação muito acima do normal que foram os dias com volume de negociação acima do “volume médio de negociação mais três desvios”.

$$V > \mu + 3\sigma \rightarrow 1$$

$$V < \mu + 3\sigma \rightarrow 0$$

Onde,

V = Volume negociado diariamente;

μ = Volume médio de negociação;

σ = Desvio padrão do volume de negociação;

1 = Elevado volume de negociação;

0 = Volume de negociação normal.

A seleção de dias mediante o teste lógico indica a necessidade de se emitir fato relevante para informar investidores e acionistas de eventos que tenham possibilidade de interferir nas suas decisões. Deste modo, o sinal de maior exclui os dias que tiveram baixa negociação, ou negociação normal, e, conseqüentemente, evidencia os dias em que o volume de negociação foi muito acima do normal.

Este teste lógico foi aplicado para cada ação no período de 01/01/2008 a 17/02/2009 com o objetivo de identificar na curva normal os dados acima do volume de negociação comum das ações. Para toda curva normal, considera-se a probabilidade de 99,74% dos dados estarem entre “média mais ou menos três desvios”. Diante dessa premissa, foi utilizada como critério aquela expressão para coletar uma amostra correspondente aos dias de elevada negociação das ações.

A tabela 1 ilustra a aplicação do teste lógico para a ação CMIG4 da Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG listada no Índice Brasil e identifica os dias 30/01/2008 e 02/12/2008 com elevado volume de negociação. A média e o desvio padrão do volume de negociação da CEMIG foram de R\$ 58.162.754,63 e R\$ 30.149.041,99 res-

pectivamente. Logo, se o volume de negociação for maior que R\$148.609.880,60, então, houve um volume anormal de negociação no dia.

Tabela 1 - Identificação dos dias de elevado volume de negociação

Data	Volume	Volume elevado
01/01/2008	0	0
02/01/2008	59886787	0
03/01/2008	46837523	0
.	.	.
.	.	.
30/01/2008	151517751	1
.	.	.
.	.	.
02/12/2008	176923320	1
.	.	.
.	.	.
17/02/2009	54389444	0

Fonte: elaboração própria

Para cada empresa, foram, portanto, identificados os dias com excessivo volume de negociação. Ainda, foram realizadas as seguintes etapas sequencialmente: coleta e tabulação dos fatos relevantes e seleção das notícias econômicas. Os fatos relevantes foram selecionados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários - CVM - referentes aos dias com negociação acima do normal. Para os dias em que não houve a publicação de fato relevante ou que houve a antecipação da informação pela imprensa, foram coletadas notícias nos jornais Gazeta Mercantil e Valor Econômico na base de dados da Dow Jones no *site* da Factiva.com.

Os fatos relevantes selecionados foram os publicados ao redor do dia com excessiva negociação, sendo em até 5 dias antes ou em até 5 dias depois do dia com elevada negociação. Considerou-se que a influência dos fatos relevantes e das notícias no mercado de negociação, seja superior ao seu dia de emissão. Adotou-se o mesmo critério na coleta das notícias divulgadas.

Para exemplificar essa etapa, utilizou-se a CEMIG. Inicialmente, foi verificado se havia fato relevante emitido no *site* da CVM para os dias 30/01 e 02/12 de 2008. Visto que a empresa não publicou fato relevante nesses dias ou próximos a eles, foi feita uma busca na imprensa econômica. Dessa procura, foram encontradas

notícias no dia 30/01 e no dia 01/12 da CEMIG. Deste modo, a tabulação dos dados priorizou a emissão dos fatos relevantes e na falta desses considerou que as notícias informaram os agentes econômicos.

Observou-se a presença de fatos relevantes e notícias que correspondiam a mais de uma ação; o critério utilizado foi considerar o seu impacto no volume de negociação em cada empresa envolvida.

Para a apreciação qualitativa, foi utilizada a análise de conteúdo por meio da seleção temática com base nos exemplos da instrução CVM nº. 358/2002. As notícias e os fatos relevantes foram lidos e classificados em assuntos mais frequentes. Na categorização dos fatos relevantes e notícias em assuntos, a subjetividade pode afetar o resultado por ter sido feita somente pelo pesquisador.

A pesquisa limita-se a avaliar os efeitos dos fatos relevantes e das notícias divulgadas de janeiro de 2008 a fevereiro de 2009. O trabalho não contempla a análise de outros tipos de documentos, tais como informações referentes a prospectos; comunicados; assembleias; política de negociação das ações da companhia; acordo de acionistas, entre outras que possam influenciar a negociação dos valores mobiliários do mercado de capitais.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A aplicação do teste lógico produziu 575 dias com negociação acima do normal para o período de 2008 e início de 2009, conforme se observa na Tabela 2. A grande quantidade de dias com excessiva negociação pode ser atribuída à instabilidade econômica causada pela crise imobiliária dos EUA, devido à integração internacional dos mercados de capitais. Dos 575 dias com elevada negociação, 398 encontraram justificativa nos fatos relevantes e nas notícias.

Em 177 dos dias de alto volume de negociação, as empresas e a imprensa não identificaram que as informações pudessem influenciar a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as ações. Outro motivo possível para a não divulgação foi considerar que as informações colocariam em risco o interesse legítimo da companhia. As informações tidas como sigilosas não são exemplificadas ou definidas exaus-

tivamente pela CVM na instrução nº358/2002. Além disso, os fatos relevantes não são auditados, conforme já foi visto, anteriormente, capacitando o administrador a decidir sobre quais informações publicar.

Tabela 2 - Fatos relevantes e notícias com influência no volume de negociação

	Quant.	%
Total de dias com alto volume de negociação	575	100%
Fatos relevantes e/ou notícias que deveriam ser emitidos	177	30,78%
Total de fatos relevantes e notícias	398	69,22%
Fatos relevantes e notícias emitidos antes do dia de elevada negociação	151	26,26%
Fatos relevantes e notícias emitidos no dia de elevada negociação	179	31,13%
Fatos relevantes e notícias emitidos após o dia de elevada negociação	68	11,83%

Fonte: elaboração própria.

Ainda, pode-se fazer um paralelo com as conclusões de Loriato e Gomes (2006). Para a emissão dos fatos relevantes e notícias anteriores à flutuação do volume, identificou-se que os investidores usam informações velhas como se fossem novas. Esses investidores têm menor poder para acompanhar as notícias tempestivamente. Para a movimentação durante a divulgação, confirma-se a hipótese de mercado eficiente na sua forma semiforte. E para a emissão, após o aumento de negociação, pode-se deduzir que alguns investidores tiveram acesso às informações antes de serem publicadas, como acionistas controladores que administram as empresas.

Da tabela 3, pode-se verificar que foram emitidos 77 fatos relevantes que correspondem

Tabela 3 - Fatos relevantes e notícias emitidas antes, no dia ou após o dia com volume excessivo

	Fato Relevante	Notícia	Total
FR e/ou notícia emitidos antes do dia de elevada negociação	31	120	151
FR e/ou emitidos no dia do dia de elevada negociação	33	146	179
FR e/ou notícias emitidos depois do dia de elevada negociação	13	55	68

Fonte: elaboração própria.

aos 575 dias com negociação acima do normal; menos de 20% da relação. Esses dados indicam que o art.2º, II da instrução da CVM nº 358 não está sendo aplicado amplamente, quando afirma que devem ser publicados fatos que possam influir na decisão de investidores de negociar ou manter valores mobiliários.

De acordo com o art. 7º da instrução da CVM nº 358, a Comissão pode exigir a divulgação de informação que tenha deixado de ser fornecida mediante fatos relevantes. Sob essa possibilidade, a publicação de menos de 20% de fatos relevantes para os dias identificados demonstra que a CVM poderia estar mais atenta ao seu papel de fiscalização da divulgação de informação por meio dos fatos relevantes. Uma justificativa presumível seria a menor importância dada ao fato relevante por não ser obrigatório.

Visto que foram emitidos 31 fatos relevantes e 120 notícias antes do dia de elevada negociação, pode-se inferir da relação a reação prevista. Após a publicação dos fatos relevantes e das notícias, era esperada a alteração do volume de negociação, conforme foi verificado na Tabela 3. Com a emissão de 33 fatos relevantes e 146 notícias no dia de elevada negociação, identifica-se a imediata reação do mercado, com uma demora mínima para incorporar as informações divulgadas. Entretanto, contrapõe-se a expectativa no sentido de a imprensa identificar informações que não foram publicadas nos fatos relevantes anteriormente.

Em relação à emissão de 13 fatos relevantes após o dia de excessivo volume de negociação, as empresas podem ter emitidos esses fatos para evitar uma provável exigência de esclarecimentos da CVM.

Com a pesquisa qualitativa, podem-se verificar os assuntos que poderiam ter tido influência na negociação dos valores mobiliários. Nos fatos relevantes, os assuntos mais frequentes foram: transferência do controle acionário da companhia; incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia; celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização.

Nas notícias em geral, os assuntos que podem ter impactado mais as negociações foram: lucro ou prejuízo da companhia e aumento ou redução no preço das ações.²

Do tema de incorporação, fusão ou cisão de empresas, pode-se prever que as empresas visam “[...] tanto à maximização da riqueza de acionistas como à maximização da utilidade gerencial[...]” conforme Camargos e Barbosa (2003a). Os principais assuntos das notícias, emitidas antes da influência na negociação, foram as alterações ou desistência de projeto; aumento ou redução no preço das ações e sugestão para comprar, vender ou manter as ações das corretoras.³

Os temas mais frequentes de notícias emitidas no dia de excessiva negociação foram o lucro ou prejuízo das companhias e aumento ou diminuição do preço das ações. Essas informações por serem de mais fácil compreensibilidade tiveram um efeito mais rápido no mercado de capitais do que outras notícias mais complexas.⁴

Ainda foi realizada a seleção dos temas que tiveram maior ocorrência nos fatos relevantes e notícias, emitidos após o dia de elevada negociação. Foi verificado que os assuntos das notícias mais frequentes foram lucro ou prejuízo da companhia e projeções ou mudança de previsões da sua atividade. Entretanto, dos fatos relevantes, não se teve dados expressivos para constatar a evidência de algum assunto.⁵

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A volatilidade do mercado acionário causada pela crise do *subprime* influenciou fortemente o volume negociado no mercado brasileiro. Houve a publicação dos fatos relevantes, mas a quantidade não foi necessária para acompanhar a excessiva negociação. As empresas podem estar reduzindo a emissão desse tipo de informação devido aos fatos relevantes serem demonstrações complementares ou devido à divulgação da informação pela imprensa ser mais informativa em tempos de instabilidade econômica.

² Ver o Apêndice 1

³ Ver o Apêndice 2

⁴ Ver o Apêndice 3

⁵ Ver o Apêndice 4

Portanto, infere-se que a imprensa foi competente para perceber a movimentação anormal do mercado, independente da emissão de fatos relevantes. A expectativa era de que houvesse, em primeiro lugar, a emissão de fatos relevantes para informar os usuários e, depois, a imprensa publicasse as notícias referentes.

Os assuntos mais frequentes de fatos relevantes que afetaram o mercado foram: transferência do controle acionário da companhia; incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia; celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização. Nas notícias em geral, os assuntos que podem ter impactado mais o volume negociado foram: lucro ou prejuízo da companhia e aumento ou redução no preço das ações. Os temas relacionados a lucro e a preço das ações, por serem de fácil leitura, foram absorvidos mais rapidamente pelo mercado.

O estudo possui limitações temporais e metodológicas. A amostra limitou-se ao período de 2008 e 2009 e pode, em estudos posteriores, ser expandida para outros períodos. Além disto, outras empresas poderiam ser incluídas em estudos posteriores.

Entre as limitações metodológicas, destaca-se que a busca por fatos relevantes e notícias não esteve associada a estabelecer uma relação de causa e efeito. Desta forma, o processo de divulgação obtido está claramente superestimado já que provavelmente algumas notícias divulgadas não possuem relação de causa-efeito com o volume excessivo de negociação. Este aspecto, no entanto, é difícil de ser identificado numa pesquisa empírica sobre o assunto.

REFERÊNCIAS

- Antunes, Gustavo Amorim *et al.* (2006, Jan./Abr.). Análise do “efeito tamanho” nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 40, 87-101.
- Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. (2009). *Metodologia do IBrX*. Recuperado em data, ano, de <http://www.bovespa.com.br>.
- Borça Junior, Gilberto Rodrigues, Torres Filho & Ernani Teixeira. (2008, Dez.). Analisando a crise do *subprime*. *Revista do BNDES*, 15(30), 129-159. Recuperado em data, ano, de <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev3005.pdf>
- Braga, José Carlos. (2009). *Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças*. Scielo Brasil. *Estud. av.* [online], 23(65), p. 89-102. Recuperado de http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40142009000100006&script=sci_arttext.
- Camargos, Marcos Antônio de & Barbosa, Francisco Vidal. (2003^a, Abr./Jun.) Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*. 10(2), p. 17-38. Recuperado em: <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf>
- Camargos, Marcos Antônio de, & Barbosa, Francisco Vidal. (2003^b, Jan./Mar.). Teoria e evidência da eficiência do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, 10(1).
- Chae, Joon. Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information. (2005, Feb). *The Journal of Finance*. 60(1), p. 413-442. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3694843>
- Christensen, Theodore E. *et al.* (2004, Set./Out.). Public disclosure information, firm size, analyst following and market reactions to earnings announcements. *Journal of Business Finance and Accounting*. (31)7-8, p. 951-984.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002*. Recuperado de <http://www.cvm.org.br>
- Dos Santos, José Odálio, & Dos Santos, José Augusto Rodrigues. (2005, Jan./Abr.). Mercado de Capitais: racionalidade versus emoção. *Revista Contabilidade e Finanças*. São Paulo, 37, 103-110.
- Dyck, A. & Zingales, L (2003). The Media and Asset Prices. *Working Paper*, Harvard University.
- Felipe, Eliane da Silva. (2008). *Avaliação da influência de textos narrativos de fatos relevantes no preço das ações de empresas brasileiras*. . Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília.

- Fernandes, José Lúcio Tozetti, & Silva, César Augusto Tibúrcio. (2007). Análise da Legibilidade dos Textos Narrativos dos Fatos Relevantes Divulgados pelas Empresas Brasileiras de Capital Aberto nos Anos de 2002 a 2006. In: Congresso USP de Iniciação Científica. 4, 2007, São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP.
- Fernandes, José Lúcio Tozetti & Silva, César Augusto Tibúrcio. (2009, Jan./Abr.) Legibilidade dos fatos relevantes no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 3(1), 142-158.. Recuperado de <http://www.anpad.org.br/rac-e>
- Ferreira, Tiago. (2008, Set.). Bolhas e Crises Financeiras: o crescimento fragilizado da economia norte-americana a partir da década de 90. *Revista Análise Econômica*, 50.. Recuperado de: http://www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes_anteriores/pdf_edicao50/artigo7.pdf
- Hendriksen, E. S, & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade* (A. Z. Sanvicente, Trad.). Iudicibus, Sérgio de. (2004). *Teoria da Contabilidade* (7a ed.). São Paulo: Atlas.
- Lamounier, Wagner Moura, & Nogueira, Else Monteiro. (2007, Jan./Abr.). Causalidade entre os retornos de mercado de capitais emergentes e desenvolvidos. *Revista Contabilidade e Finanças*, 43, p. 34-48. Recuperado de: http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad43/wagner_else_pg34a48.pdf.
- Loriato, Ayres Geraldo, & Gomes, Leonardo Lima. (2006). Volumes anormais de negócios no mercado brasileiro de ações em função dos anúncios contábeis anuais. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. 6, 2006, São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP. 2006. Recuperado de <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/168.pdf>
- Mankiw, N. Gregory. (2008). *Introdução à economia*. (A. V. Hastings, Trad.). São Paulo: Cengage Learning.
- Moreira, Bruno Ciuffo. (2007). *Análise do Comportamento dos Retornos Acionários frente ao Registro de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações no Brasil*. Dissertação de Mestrado - Curso de Mestrado em Contabilidade. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília.
- Niyama, Jorge Katsumi. (2007). *Contabilidade Internacional*. São Paulo: Atlas.
- Pereira, Clesia C., & Lustosa, Paulo R. B. (2007). Impacto das Notícias Pré-Divulgadas no Lucro: Uma Análise do Setor de Siderurgia e Metalurgia Brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP.
- Pereira, Vinícius Alves dos Santos, & Silva, César Augusto Tibúrcio. (2008). Fatos relevantes e sua influência no preço das ações. In: Congresso USP de Iniciação Científica. São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP Recuperado de <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/575.pdf>
- Rêgo, Ricardo Henrique Trovão, & Mussa, Adriano. (2008). Anomalias do mercado acionário: a verificação do efeito feriado no Ibovespa e IBRX-100 no período de 2002 a 2007. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. 8, 2008, São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP.
- Salama, Pierre. *Argentina, Brasil e México diante da crise internacional*. Scielo Brasil. *Estud. av.* [online]. 2009, vol.23, n.65, pp. 27-48. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n65/a03v2365.pdf>>
- Sarlo Neto, Alfredo et al. (s.d.). A Capacidade Informacional dos Resultados Contábeis no Mercado Brasileiro: a Diferença entre as Ações Ordinárias e as Ações Preferenciais. In: XXVIII EnANPAD, 2004, Curitiba. *Anais...* Paraná: ANPAD, s.d.
- Scarpin, Jorge Eduardo *et al.* A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no Índice Brasil. (2007). In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, *Anais...* São Paulo: EAC/FEA/USP. Recuperado de <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/140.pdf>
- Securities and Exchange Commission - SEC. (2003). *Disclosure in management's discussion and analysis about off-balance sheet arrangements and aggregate contractual obligations*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-8182.htm>>
- Silva, Ricardo Franceli da, & Fávero, Luiz Paulo Lopes. (2007). O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: Congresso USP de Iniciação Científica. , São Paulo, *Anais...*

São Paulo: EAC/FEA/USP, 2007. Recuperado de <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/40.pdf>

Souza, Ludmila de Melo. (2008). *A imprensa econômica influência o mercado de capitais?* Brasília: Universidade de Brasília.

Torres Filho, Ernani Teixeira, & Borça Junior, Gilberto Rodrigues. (2009, Maio). Crise coloca

em xeque ciclo de expansão do mercado financeiro internacional. *Revista do BNDES*. 64, Rio de Janeiro, . Recuperado de http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao_64.pdf

Wang, Jiang.(1994, May). A Model of Competitive Stock Trading Volume. *The Journal of Political Economy*(102)1, 127-168. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2138796>.

APÊNDICE 1

Tabela 4 - Tipos de fatos relevantes e notícias.

Tipo	Descrição	Fato Relevante	Notícia	Total
1	Mudança, acordo, transferência do controle acionário da companhia ou aquisição/venda de companhias	10	15	25
2	Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente	5	2	7
3	Autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeira;	0	2	2
4	Aumento, redução ou outras alterações na composição do Capital Social da empresa	1	2	3
5	Decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta	0	1	1
6	Incorporação, fusão ou cisão (proposta) envolvendo a companhia ou empresas ligadas;	10	9	19
7	Constituição de subsidiária, joint venture, sociedade de propósito específico, consórcio ou outra sociedade por parte da empresa	0	2	2
8	Mudança de critérios contábeis;	0	2	2
9	Renegociação ou pagamento de dívidas;	1	3	4
10	Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações	3	1	4
11	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia	1	5	6
12	Desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação	2	0	2
13	Aquisição ou alienação (intenção) de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento	5	2	7
14	Lucro ou prejuízo da companhia	0	36	36
15	Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público	8	9	17
16	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação	4	19	23
17	Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;	0	13	13
18	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia	0	2	2
19	Projeções ou mudança de projeções da sua atividade divulgada pela companhia;	2	19	21
20	Impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência, decisão judicial ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia	4	13	17
21	Remuneração aos acionistas: distribuição de JCP e dividendos	1	3	4
22	Aquisição e alienação (ou intenções), ou diluição de participação e/ou controle acionário relevante	6	9	15
23	Mudança nos membros da diretoria, presidência, conselho de administração	1	8	9
24	Emissão (adiamento), repactuação e outras informações de títulos mobiliários da companhia (debêntures, notas promissória..)	1	3	4
25	Aumento ou redução no preço das ações	0	38	38
26	Sugestão para comprar, vender ou manter na carteira as ações	0	18	18
27	Reestruturação societária	4	5	9
28	Aquisição ou venda de ações preferenciais	0	4	4
29	Início ou adiamento da oferta pública de distribuição primária ou secundária de ações ordinárias ou preferenciais	4	11	15
30	Outros temas que não se enquadram nas categorias acima	4	65	69
Total analisado		77	321	398

APÊNDICE 2

Tabela 5 - Tipos de fatos relevantes e notícias emitidos antes do dia de elevada negociação.

Tipo	Descrição	Fato Relevante	Notícia
1	Mudança, acordo, transferência do controle acionário da companhia ou aquisição/venda de companhias	4	6
2	Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente	1	1
3	Autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeira;	0	2
4	Aumento, redução ou outras alterações na composição do Capital Social da empresa	0	2
5	Decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta	0	0
6	Incorporação, fusão ou cisão (proposta) envolvendo a companhia ou empresas ligadas;	7	3
7	Constituição de subsidiária, joint venture, sociedade de propósito específico, consórcio ou outra sociedade por parte da empresa	0	0
8	Mudança de critérios contábeis;	0	1
9	Renegociação ou pagamento de dívidas;	1	0
10	Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações	1	0
11	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia	0	1
12	Desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação	0	0
13	Aquisição ou alienação (intenção) de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento	1	1
14	Lucro ou prejuízo da companhia	0	9
15	Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público	6	3
16	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação	1	10
17	Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;	0	5
18	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia	0	1
19	Projeções ou mudança de projeções da sua atividade divulgada pela companhia;	1	4
20	Impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência, decisão judicial ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia	1	8
21	Remuneração aos acionistas: distribuição de JCP e dividendos	0	2
22	Aquisição e alienação (ou intenções), ou diluição de participação e/ou controle acionário relevante	1	2
23	Mudança nos membros da diretoria, presidência, conselho de administração	0	2
24	Emissão (adiamento), repactuação e outras informações de títulos mobiliários da companhia (debêntures, notas promissória..)	0	2
25	Aumento ou redução no preço das ações	0	14
26	Sugestão para comprar, vender ou manter na carteira as ações	0	10
27	Reestruturação societária	2	3
28	Aquisição ou venda de ações preferenciais	0	3
29	Início ou adiamento da oferta pública de distribuição primária ou secundária de ações ordinárias ou preferenciais	2	4
30	Outros temas que não se enquadram nas categorias acima	2	21
Total analisado		31	120

APÊNDICE 3

Tabela 6 - Tipos de fatos relevantes e notícias emitidos no dia de elevada negociação.

Tipo	Descrição	Fato Relevante	Notícia
1	Mudança, acordo, transferência do controle acionário da companhia ou aquisição/venda de companhias	4	9
2	Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente	4	1
3	Autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeira;	0	0
4	Aumento, redução ou outras alterações na composição do Capital Social da empresa	1	0
5	Decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta	0	1
6	Incorporação, fusão ou cisão (proposta) envolvendo a companhia ou empresas ligadas	2	5
7	Constituição de subsidiária, joint venture, sociedade de propósito específico, consórcio ou outra sociedade por parte da empresa	0	1
8	Mudança de critérios contábeis;	0	1
9	Renegociação ou pagamento de dívidas;	0	3
10	Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações	1	1
11	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia	1	1
12	Desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação	1	0
13	Aquisição ou alienação (intenção) de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento	1	1
14	Lucro ou prejuízo da companhia	0	16
15	Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público	2	5
16	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação	1	7
17	Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;	0	7
18	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia	0	1
19	Projeções ou mudança de projeções da sua atividade divulgada pela companhia;	0	7
20	Impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência, decisão judicial ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia	3	3
21	Remuneração aos acionistas: distribuição de JCP e dividendos	1	1
22	Aquisição e alienação (ou intenções), ou diluição de participação e/ou controle acionário relevante	5	3
23	Mudança nos membros da diretoria, presidência, conselho de administração	1	5
24	Emissão (adiamento), repactuação e outras informações de títulos mobiliários da companhia (debêntures, notas promissória..)	0	0
25	Aumento ou redução no preço das ações	0	19
26	Sugestão para comprar, vender ou manter na carteira as ações	0	6
27	Reestruturação societária	2	1
28	Aquisição ou venda de ações preferenciais	0	0
29	Início ou adiamento da oferta pública de distribuição primária ou secundária de ações ordinárias ou preferenciais	2	5
30	Outros temas que não se enquadram nas categorias acima	1	36
Total analisado		33	146

APÊNDICE 4

Tabela 7 - Tipos de fatos relevantes e notícias emitidos após o dia de elevada negociação.

Tipo	Descrição	Fato Relevante	Notícia
1	Mudança, acordo, transferência do controle acionário da companhia ou aquisição/venda de companhias	2	0
2	Celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente	0	0
3	Autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeira;	0	0
4	Aumento, redução ou outras alterações na composição do Capital Social da empresa	0	0
5	Decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta	0	0
6	Incorporação, fusão ou cisão (proposta) envolvendo a companhia ou empresas ligadas;	1	1
7	Constituição de subsidiária, joint venture, sociedade de propósito específico, consórcio ou outra sociedade por parte da empresa	0	1
8	Mudança de critérios contábeis;	0	0
9	Renegociação ou pagamento de dívidas;	0	0
10	Aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações	1	0
11	Alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia	0	3
12	Desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação	1	0
13	Aquisição ou alienação (intenção) de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento	3	0
14	Lucro ou prejuízo da companhia	0	11
15	Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público	0	1
16	Aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação	2	2
17	Início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;	0	1
18	Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia	0	0
19	Projeções ou mudança de projeções da sua atividade divulgada pela companhia;	1	8
20	Impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência, decisão judicial ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia	0	2
21	Remuneração aos acionistas: distribuição de JCP e dividendos	0	0
22	Aquisição e alienação (ou intenções), ou diluição de participação e/ou controle acionário relevante	0	4
23	Mudança nos membros da diretoria, presidência, conselho de administração	0	1
24	Emissão (adiamento), repactuação e outras informações de títulos mobiliários da companhia (debêntures, notas promissória..)	1	1
25	Aumento ou redução no preço das ações	0	5
26	Sugestão para comprar, vender ou manter na carteira as ações	0	2
27	Reestruturação societária	0	1
28	Aquisição ou venda de ações preferenciais	0	1
29	Início ou adiamento da oferta pública de distribuição primária ou secundária de ações ordinárias ou preferenciais	0	2
30	Outros temas que não se enquadram nas categorias acima	1	8
Total analisado		13	55