

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Ana Julia Brezolin Righi

**EFEITOS DA COMUNICAÇÃO DE FATOS RELEVANTES DE
INCONSISTÊNCIAS CONTÁBEIS NA VARIAÇÃO DO PREÇO DAS
AÇÕES DE EMPRESAS LISTADAS NA B3: UM ESTUDO DE
EVENTOS**

Santa Maria, RS
2023

Ana Julia Brezolin Righi

**EFEITOS DA COMUNICAÇÃO DE FATOS RELEVANTES DE
INCONSISTÊNCIAS CONTÁBEIS NA VARIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DE
EMPRESAS LISTADAS NA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis, da Universidade Federal de
Santa Maria (UFSM, RS), como requisito
parcial para a obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto

Santa Maria, RS
2023

Ana Julia Brezolin Righi

**EFEITOS DA COMUNICAÇÃO DE FATOS RELEVANTES DE
INCONSISTÊNCIAS CONTÁBEIS NA VARIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DE
EMPRESAS LISTADAS NA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências
Contábeis, da Universidade Federal de
Santa Maria (UFSM, RS), como requisito
parcial para a obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 07 de dezembro de 2023.

Vinícius Costa da Silva Zonatto, Prof. Dr. (UFSM) (Orientador)

Jose Alexandre Magrini Pigatto, Prof. Dr. (UFSM) (Avaliador)

Luiz Henrique Figueira Marquezan, Prof. Dr. (UFSM) (Avaliador)

Santa Maria, RS
2023

RESUMO

EFEITOS DA COMUNICAÇÃO DE FATOS RELEVANTES DE INCONSISTÊNCIAS CONTÁBEIS NA VARIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DE EMPRESAS LISTADAS NA B3: UM ESTUDO DE EVENTOS

AUTORA: Ana Júlia Brezolin Righi
ORIENTADOR: Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto

Este estudo teve por objetivo avaliar os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis ou indícios de fraudes na variação dos preços das ações de empresas listadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Pesquisa descritiva, foi realizada por meio de análise de documentos e abordagem quantitativa dos dados. Para tanto, foi realizado um estudo de eventos do retorno das ações das quatro empresas selecionadas para a realização da pesquisa. Os eventos foram definidos pela comunicação de fato relevante relacionados a inconsistências e/ou indícios de fraudes contábeis, sendo a janela de estimação com 252 dias úteis anteriores a D-3 e a janela do evento dado por D-3 e D+3, sendo D0 a divulgação pública da comunicação daquelas informações pertinentes às inconsistências contábeis em questão. Os fatos relevantes foram obtidos pelo site da CVM e os preços das ações nas janelas foram extraídos do Software Profit Pro. Os resultados obtidos revelaram que IRB(Re), Americanas e CVC apresentaram retorno anormal negativo, enquanto a Via (atual Grupo Casas Bahia) apresentou retorno anormal (RA) positivo. Portanto, não se pode afirmar que em todos os casos o fato relevante irá causar um efeito negativo de modo imediato no preço da ação. Desta forma, pode-se inferir que a maior qualidade das ações estabelecidas e do conteúdo informacional reportado, tentem a influenciar positivamente a percepção de um determinado grupo de investidores a respeito do futuro da companhia. Concluiu-se que a comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis apresenta efeitos diretos e significativos no preço das ações de empresas listadas na B3. Estes resultados revelam a importância da análise de eventos e seus efeitos no preço das ações, de modo que se possa melhor compreender os reflexos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3. Como contribuições desta pesquisa, percebeu-se que o mercado reage de alguma forma aos fatos relevantes com teor de indício de fraude. Além disso, ao fazer uma análise qualitativa dos comunicados, percebe-se que o retorno anormal esteve ligado ao nível de detalhamento dos fatos ocorridos e das medidas que foram tomadas, o que denota a relevância da qualidade do conteúdo informacional reportado pelas empresas. As três empresas com RA negativo divulgaram fatos que deixou incertezas e possivelmente trouxe insegurança aos seus acionistas. Por outro lado, a companhia com RA positivo trouxe um comunicado mais detalhado e demonstrou com clareza as medidas que estavam sendo tomadas pela sua governança, o que reforça a necessidade de qualificação da comunicação estabelecida.

Palavras-chave: Fatos Relevantes. Inconsistência contábil. Preço das ações. Metodologia de Estudo de Eventos.

ABSTRACT

EFFECTS OF COMMUNICATION OF MATERIAL FACTS OF ACCOUNTING INCONSISTENCIES ON VARIATION IN THE PRICE OF SHARES OF COMPANIES LISTED ON B3: A EVENT STUDY

AUTHOR: Ana Julia Brezolin Righi

ADVISOR: Prof. Dr. Vinícius Costa da Silva Zonatto

This study aimed to evaluate the effects of communicating relevant facts of accounting inconsistencies or signs of fraud on the variation in share prices of companies listed on B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Descriptive research was carried out through document analysis and a quantitative data approach. To this end, a study of stock return events of the four companies selected to carry out the research was carried out. The events were defined by the communication of a relevant fact related to inconsistencies and/or signs of accounting fraud, with the estimation window being 252 business days prior to D-3 and the event window given by D-3 and D+3, being D0 the public disclosure of the communication of that information relevant to the accounting inconsistencies in question. The relevant facts were obtained from the CVM website and the share prices in the windows were extracted from the Profit Pro Software. The results obtained revealed that IRB(Re), Americanas and CVC presented a negative abnormal return, while Via (current Grupo Casas Bahia) showed positive abnormal return (AR). Therefore, it cannot be said that in all cases the material fact will immediately have a negative effect on the share price. In this way, it can be inferred that the higher quality of the actions established and the information content reported, tend to positively influence the perception of a certain group of investors regarding the company's future. It was concluded that the communication of relevant facts about accounting inconsistencies has direct and significant effects on the share price of companies listed on B3. These results reveal the importance of analyzing events and their effects on share prices, so that one can better understand the consequences of the communication of relevant facts of accounting inconsistencies on the variation in the price of shares of companies listed on B3. As contributions from this research, it was noticed that the market reacts in some way to relevant facts that indicate fraud. Furthermore, when carrying out a qualitative analysis of the communications, it is clear that the abnormal return was linked to the level of detail of the events that occurred and the measures that were taken, which denotes the relevance of the quality of the informational content reported by the companies. The three companies with negative RA disclosed facts that left uncertainty and possibly brought insecurity to their shareholders. On the other hand, the company with a positive RA brought a more detailed statement and clearly demonstrated the measures that were being taken by its governance, which reinforces the need to qualify the communication established.

Keywords: Relevant facts. Accounting inconsistency. Share price. Event Study Methodology.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Representação gráfica das janelas do estudo de evento em uma linha do tempo.....	31
FIGURA 2 - Gráfico do preço da ação IRBR entre 2019 e 2023.....	37
FIGURA 3 - Gráfico do preço da ação VIIA (atual BHIA) entre 2019 e 2023.....	42
FIGURA 4 - Gráfico do preço da ação AMER entre 2019 e 2023.....	46
FIGURA 5 - Gráfico do preço da ação CVCB entre 2019 e 2023.....	50

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos – IRB.....	38
TABELA 2 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento – IRB.....	39
TABELA 3 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos - Grupo Casas Bahia.....	42
TABELA 4 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento – Grupo Casas Bahia.....	43
TABELA 5 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos – Americanas.....	46
TABELA 6 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento – Americanas.....	47
TABELA 7 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos – CVC.....	50
TABELA 8 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento – CVC.....	51

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BP	Balanço Patrimonial
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCs	Demonstrações Contábeis
DFs	Demonstrações Financeiras
FRr	Fatos Relevantes
SFN	Sistema Financeiro Nacional
TCC	Trabalho de Conclusão de Curso

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DA PESQUISA.....	9
1.2	OBJETIVOS	13
1.3	JUSTIFICATIVAS.....	13
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1	SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADO FINANCEIRO.....	15
2.2	MERCADO DE AÇÕES E A VARIAÇÃO DE PREÇOS DA AÇÃO	18
2.3	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E FATOS RELEVANTES	22
2.4	FRAUDES CONTÁBEIS E O ESTUDO DE EVENTOS.....	24
2.4.1	Fraude contábil	25
2.4.2	Estudo de evento	26
3	METODOLOGIA	28
3.1	DELINEAMENTO METODOLÓGICO.....	28
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	29
3.3	CONSTRUCTOS DA PESQUISA E FONTES DE COLETA DE DADOS.....	29
3.4	MÉTODO DE ESTUDO DE EVENTOS.....	30
4	RESULTADOS DA PESQUISA	36
4.1	IRB(RE).....	36
4.2	GRUPO CASAS BAHIA (ANTIGA VIA).....	40
4.3	AMERICANAS.....	45
4.4	CVC.....	48
4.5	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	52
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	56
5.1	CONCLUSÕES.....	55
5.2	RECOMENACÕES A ESTUDOS FUTUROS.....	56
	REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

Nesta seção descreve-se a contextualização geral e o problema deste estudo, bem como os objetivos, a justificativa e a estrutura do trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DA PESQUISA

Quando algum escândalo vem à tona, a credibilidade e a confiança por parte dos acionistas é posta em jogo, visto que as demonstrações contábeis são um meio para mitigar a assimetria de informação que existe no mercado financeiro entre investidores minoritários e os gestores, que por sua vez, possuem maior acesso à informação na maioria das vezes (ROCHA *et al.*, 2012). As demonstrações contábeis (DCs) são divulgações públicas que se constituem um meio de comunicação eficiente de levar informação ao acionista minoritário, que contribui para a tomada de decisões de investidores. Essa finalidade das DCs é contemplada no Pronunciamento Conceitual Básico - CPC 00 (2019), afirmando que as mesmas devem ser construídas de modo a apresentar as informações necessárias para o embasamento dessas decisões.

Por meio destas, são expostos detalhadamente vários aspectos da situação econômico-financeira em que a empresa se encontra. As DCs são um relato da posição patrimonial e financeira da empresa, além da explicitação de acontecimentos que justificam os números apresentados neste relatório em forma de notas explicativas, por exemplo. O CPC 26 (2011), que trata de Demonstrações contábeis, afirma que essas devem compor de forma adequada a situação financeira e patrimonial, além do comportamento dos fluxos de caixa da empresa.

Um importante elemento que compõe esses relatórios são os fatos relevantes, que serão parte deste estudo. Conforme disposto na Resolução nº 44/2021 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as empresas listadas em bolsa de valores tem o dever de prestar as informações que possam impactar no preço de suas ações ou influenciar a decisão dos investimentos para o mercado, razão pela qual, diante de qualquer anormalidade, torna-se necessária a comunicação de fato relevante. Alguns exemplos desses fatos são mudanças estruturais na empresa, alterações

significativas em informações já divulgadas, distribuições de dividendos e proventos, descoberta de irregularidades e fraudes, entre outros.

Portanto, por demonstrarem a saúde financeira da empresa, as DCs são utilizadas para análises, de modo a entender o cenário que a empresa se encontra e entender os riscos e expectativas desse investimento. Uma de suas principais finalidades, é a utilização por parte de investidores da bolsa de valores para realizar a decisão de investir ou não na mesma (CAMLOFFSKI, 2014; BORGES; FERREIRA, 2018, p. 3).

Apesar de sua importância, muitas vezes essas DCs podem não representar de forma fidedigna os números reais da empresa, surgindo disto, as fraudes contábeis. Estas geram desconfiança por parte dos usuários da informação contábil, no que se refere a veracidade e confiabilidade das informações produzidas pela Contabilidade. Podendo ainda, influenciar na liquidez e no desempenho do mercado de ações (SILVA *et al.*, 2012), visto que muitas vezes os números são mascarados a favor da companhia, e posteriormente essa fraude vem à tona, prejudicando aqueles que tiveram seus investimentos confiados nesta.

De acordo com Lopes e Martins (2005), citados por Oliveira e Naves (2016, p. 1), fica claro que essas informações refletem no comportamento dos investidores da bolsa e conseqüentemente no preço das ações, razão pela qual as DCs se tornam importante fonte informacional para os investidores, bem como a comunicação adequada de fatos relevantes. Por esta razão, tem-se que “a contabilidade, em sua utilidade econômica, está ligada à sua capacidade de alterar as crenças dos usuários a respeito das informações contábeis sobre os fluxos futuros de caixa dos ativos” (OLIVEIRA; NAVES, 2016, p. 1).

A capacidade da contabilidade de impactar o comportamento dos preços da bolsa de valores é uma aproximação válida de sua utilidade (OLIVEIRA; NAVES, 2016, p. 1), e atende a este fim. As fraudes contábeis caracterizam-se por um ato criminoso em que ocorre a manipulação intencional das informações contábeis de uma companhia, na tentativa de mitigar ou camuflar situações negativas ou inflar lucros e resultados que na verdade são irreais (FREITAS, 2023).

O Conselho Federal de Contabilidade (CFC) destaca que as distorções que correm nas DCS podem ter origem em uma fraude ou em um erro. Entretanto, esses se diferem pelo fato de que a fraude se trata de um ato intencional. Portanto, o

conceito de fraude, conforme o CFC (NBC TA 240), está relacionado ao “ato intencional de um ou mais indivíduos da administração, dos responsáveis pela governança, empregados ou terceiros, que envolva dolo para obtenção de vantagem injusta ou ilegal.” Logo, por se tratar de um meio de comunicação e de transparência entre a empresa e seus investidores, quando isto ocorre, acaba perdendo a credibilidade em determinadas situações de descobertas de irregularidades intencionais, causando alguma reação por parte do mercado de capitais.

No estudo desenvolvido por Faustino (2013), o autor concluiu que quanto mais notícias e quanto mais o sentimento é negativo, maior é o volume de negociação em bolsa. Segundo o autor, isso pode ser justificado pela dimensão do consenso entre os investidores, como os rumores negativos e inesperados formam diferentes interpretações entre os acionistas, comprovando que cada um reage de uma forma diferente, e isso impacta o mercado financeiro.

No âmbito da análise de investimentos, existem diferentes formas de mensurar o desempenho de uma organização. Lemos (2023) cita algumas premissas neste âmbito, como a maneira como as pessoas agem e reagem no mercado pode ser previsível, essas pessoas são racionais e emocionais ao mesmo tempo, e seu comportamento influencia no valor das ações. Nesse sentido, a análise das variações/retornos dos papéis em bolsa pode trazer uma medida do comportamento dos investidores frente determinada ação, e este comportamento é formado a partir de muitas variáveis, podendo ser, inclusive, notícias e fatos relevantes das companhias listadas em bolsa.

Essa variação que afeta o preço das ações acaba por impactar o valor de mercado da companhia, sendo que este é dado pela multiplicação do preço da ação pela quantidade de ações existentes. O termo valor de mercado pode ser traduzido pelo quanto o mercado está pagando/acredita que vale aquela empresa (WARREN, 2021).

No caso proposto nesta pesquisa, problemas relacionados a inconsistências e indícios de fraudes contábeis podem refletir, de algum modo, no valor das cotações dessas empresas listadas em bolsa. Isto porque o preço é formado por compradores e vendedores participantes do mercado, sendo uma parte desses, investidores pessoa física, e cada parte tem sua percepção frente à divulgação e novas informações disponíveis sob determinada empresa. Algumas evidências empíricas mostram que

fraudes e irregularidades afetam o sentimento do mercado. Logo, o valor de mercado da companhia também é impactado (BRADLEY; GONAS; HIGHFIELD; ROSKELLEY, 2009 *apud* SANTOS; FUNCHAL; NOSSA, 2020, p. 3).

O mercado de capitais é tido como uma importante referência do desenvolvimento econômico do país, visto que promove uma série de benefícios à sociedade quando cumpre suas principais funções, sendo elas: mobilização da poupança; gestão de riscos; alocação eficiente de recursos e aumento da disciplina corporativa (Anbima e B3, 2018). No relatório “Mercado de Capitais: Caminho para o desenvolvimento”, publicado por estas entidades, é mostrado que os investidores, ao decidir alocar suas reservas em capital produtivo, se movem em busca de uma alocação mais eficiente e um menor custo. Isso faz com que se eleve a liquidez da economia e se tenha maiores prazos de investimentos. Contudo, para isso, esses participantes exigem das companhias uma governança corporativa cada vez mais robusta e também um acesso à informação transparente. Com essa obrigação, é estimulado a otimização da produtividade e dos retornos nas companhias listadas. Dado a sua importância, a sua oscilação, se houver um impacto significativo, pode gerar consequências, como perda de confiança pelos investidores no mercado como um todo, e uma fuga de capital da Bolsa de Valores Brasileira, gerando uma perda para seus acionistas e uma desvalorização na empresa. Os escândalos contábeis, sejam nacionais ou internacionais, que porventura podem ocorrer em empresas listadas em Bolsa, costumam causar alvoroço e uma insegurança nos investimentos em ações, tendo em vista o risco que os acionistas estão sujeitos ao investir nas companhias. Por esta razão, torna-se relevante avaliar como novas informações de fatos relevantes acerca de inconsistências contábeis ou indícios de fraudes afetam o comportamento do valor de mercado dessas empresas.

Uma das formas de medir o impacto de determinado evento ocorrido no preço das ações, é utilizando-se do método de estudos de eventos. Inicialmente difundida por Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969), este método é caracterizado pela análise dos preços de determinadas ações, em janelas de tempo previamente estabelecidas, para verificar se houve ou não uma reação significativa do mercado financeiro em relação a ocorrência de um evento específico, comparado aos retornos das cotações passadas, com a hipótese de que, em caso de retorno anormal, esse evento teria impactado a ação.

Neste estudo, foi utilizado este método para analisar o problema exposto, e inferir sobre os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3. Neste contexto, partindo-se desta delimitação, a questão problema que norteou a realização desta pesquisa é: Quais os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis no preço das ações de empresas listadas na B3?

1.2 OBJETIVOS

O objetivo central desta pesquisa consiste em avaliar os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis no preço das ações de empresas listadas na B3. Para responder ao objetivo geral, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a. Identificar os eventos que resultaram em comunicação de fato relevante por inconsistências contábeis ou fraudes divulgadas por empresas listadas na B3;
- b. Analisar o impacto da divulgação do fato relevante no retorno das ações destas empresas; e,
- c. Avaliar o comportamento (normal/anormal) das ações comercializadas na B3, selecionadas a partir da divulgação das inconsistências contábeis ou fraudes, na janela de eventos de cada caso analisado.

1.3 JUSTIFICATIVAS

A realização deste estudo se justifica pela importância de entender como os impactos dos fatos relevantes que relatam a incidência de uma inconsistência e/ou fraude contábil são sentidos pelos investidores em Bolsa de Valores. Do mesmo modo, para que se possa compreender como esta comunicação reflete no valor de mercado dessas empresas, dado que um mercado de capitais fortalecido é importante para o desenvolvimento econômico do país, e quando ocorre a divulgação de informações distorcidas para camuflar resultados, isso é visto por todo o mercado e abala a confiança nas empresas (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

A avaliação da comunicação realizada também permite compreender como esta é capaz de atenuar potenciais efeitos negativos de tais comunicações no preço

das ações da companhia que comunica o fato relevante. Acredita-se que organizações que promovem uma comunicação de fato relevante mais consistente, com clareza de informações e detalhes, possam atenuar um possível reflexo negativo na percepção de investidores, que, conseqüentemente, tendem a refletir, de algum modo, no preço das ações.

Adicionalmente, a pesquisa proposta contribui para organizações e órgãos reguladores, ao adicionar a literatura existente novas evidências das expectativas e reações do mercado, frente a tais comunicações, diante da aplicação de uma metodologia científica adequada para a avaliação dos efeitos dos eventos (KIRCH, 2019). A realização de estudos de eventos é relevante e deve ser constantemente realizada, de modo que se possa comparar os resultados entre diferentes estudos, e avançar no entendimento de como a comunicação de fatos relevantes impacta, ao longo do tempo, nas decisões dos investidores, de modo que se possa compreender os possíveis fatores que interferem na percepção dos investidores em relação as comunicações realizadas e a qualidade do seu conteúdo informacional (KIRCH, 2019; KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

Tais contribuições, denotam a relevância desta pesquisa.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além desta introdução, o trabalho apresenta, a seguir (seção 2), a descrição do referencial teórico a que compete este estudo, abordando aspectos relacionados ao sistema financeiro e o mercado de capitais, o mercado de ações, demonstrações contábeis e fraudes contábeis, finalizando com o estudo de eventos.

A seção 3 contempla a metodologia utilizada para realização desta pesquisa, abordando o delineamento da pesquisa e os procedimentos adotados para a coleta e análise dos resultados, a partir do método de estudo de eventos. Na seção 4 são apresentados os resultados obtidos para a análise dos quatro casos analisados neste Trabalho de Conclusão. Por fim, na seção 5, conclui-se o estudo, com a resposta da problemática desta pesquisa, bem como a apresentação de oportunidades para a realização de trabalhos futuros sobre o tema.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção abarca os principais conceitos necessários à realização deste trabalho, contemplando uma breve apresentação das temáticas de sistema financeiro nacional e mercado financeiro, mercado de ações e fraudes contábeis, e finalizando com a abordagem do estudo de eventos.

2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADO FINANCEIRO

Na economia atual, temos os mais diversos participantes do mercado, como famílias, governo e empresas. Cada um desses participantes tem sua entrada de dinheiro e sua saída, e o processo de ganho de crédito e consumo pode gerar reservas de dinheiro e necessidade de capital. Nesses processos, o mercado financeiro permite que os poupadores e os tomadores de recursos realizem transações entre si ao mesmo tempo, permitindo que haja um fluxo financeiro entre esses agentes, sem a necessidade de um exato volume e prazo desses recursos, ajudando a equilibrar as necessidades do mercado. As principais atividades são a concentração de poupança e a realização de empréstimos de acordo com cada participante do mercado. Para isso, existem um conjunto de instituições que definem e executam regras, controlam, organizam e desenvolvem o mercado, formando o Sistema Financeiro Nacional (SFN) (BRASIL, 2022).

O SFN possui dois grandes blocos, sendo estes o subsistema normativo e o subsistema de intermediação. O primeiro grande bloco é responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado financeiro e suas instituições, sendo composto pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por outro lado, a intermediação é a promoção da transferência de recursos entre os diversos participantes de mercado (tomadores de recursos e poupadores), levando em conta as diretrizes estabelecidas pelos órgãos normativos citados anteriormente. Neste, temos as instituições financeiras bancárias e não bancárias, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), as instituições não financeiras e, por fim, nosso interesse central, instituições auxiliares (NETO, 2005).

Os intermediadores financeiros, que permitem a negociação de papéis em bolsa, têm por objetivo realizar a ponte entre os agentes superavitários, aqueles que possuem um fluxo de entrada (rendimentos) maior que um fluxo de saída (pagamentos), aos agentes deficitários, aqueles que possuem um consumo e um investimento maior que sua disponibilidade de caixa. Essa transferência de recursos entre poupadores e tomadores de recursos, contribui para uma realocação de ativos na economia. Porém, para tais transação, é necessário diretrizes e bases bem estabelecidas para um funcionamento correto e eficiente dos mercados, e isto é de responsabilidade das instituições intermediadoras (NETO, 2005).

A Bolsa de Valores de Mercadorias e Futuros, órgão atuante como intermediador dentro do SFN, é uma associação civil sem fins lucrativos. Seu principal objetivo é promover a liquidez dos títulos e valores mobiliários, além de facilitar a divulgação das informações necessárias aos investidores e interessados. Esses títulos são emitidos pelas companhias abertas registradas na CVM, negociados por meio dos pregões de mercado, que acontecem todos os dias úteis e podem ser tanto papéis negociados no mercado à vista (spot) ou os derivativos. Conforme Brito (2019, p. 8), as principais atribuições de uma Bolsa de Valores são:

- Organizar, estabelecer e desenvolver um mercado livre e aberto para produtos agrícolas e instrumentos financeiros transacionados nos mercados à vista, a termo e futuro;
- Estabelecer e organizar sistemas de negociação de forma a propiciar ao mercado continuidade e liquidez nas cotações de preços;
- Estabelecer e organizar sistemas de negociação de forma a propiciar ao mercado continuidade e liquidez nas cotações de preços;
- Regular transações e julgar problemas operacionais, nos quais seus membros possam estar interessados;
- Regular as atividades dos membros ou agentes de compensação, das corretoras de mercadorias e dos operadores especiais;
- Evidenciar rápida, ampla e detalhadamente as transações efetuadas no pregão;
- Supervisionar seus membros, assim como as transações efetuadas em pregão sobre as quais caiba à Bolsa regular;
- Evidenciar rápida, ampla e detalhadamente as transações efetuadas no pregão.

É na bolsa que ocorre a negociação de diversos ativos financeiros específicos como ações, debêntures, cotas de fundos mobiliários, BDRs, fundos de índice, entre outros. Tudo isso devido ao ambiente regulado e organizado, que deve possuir autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para funcionamento, permitindo que ocorra a compra e a venda de valores mobiliários entre os investidores.

Esse ambiente no Brasil é administrado pela B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, única bolsa de valores no país atualmente (BRASIL, 2022).

Há anos a B3 vem reunindo esforços para aprimorar o mercado de capitais no Brasil, e deixar mais atraente para novas empresas e também para atrair novos investimentos. As principais atividades de competência da B3 são criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para as principais classes de ativos. Além disso, opera como contraparte central garantidora para a grande maioria das transações que ocorrem em seus mercados, e também faz a oferta de serviços de central depositária e de central de registro.

Uma das mais importantes bolsas do Brasil foi a Bolsa de Valores de São Paulo, a antiga Bovespa, que no ano de 2008 ocorreu uma fusão desta com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e surgiu a BM&FBovespa. Alguns anos depois, em 2017, a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) - instituição que realizava serviços de custódia, controle, registro e liquidação de títulos de renda fixa - se uniu com a BM&FBovespa, criando assim, a atual B3 (NETO, 2005). A B3 é um importante meio que permite que investidores pessoa física acessem o mercado de ações e efetuem seus investimentos.

A bolsa brasileira possui inúmeras empresas listadas para negociação, cada uma com seus respectivos desempenhos. Um indicador que reúne as ações das empresas mais importantes negociadas no mercado de capitais é o Ibovespa, principal medidor de desempenho do mercado brasileiro, que foi criado no ano de 1968. O Ibovespa atua como um termômetro de mercado e serve de *benchmark* (referência no seu âmbito) para os participantes do mercado, sendo medido em pontos, sendo que cada 1 ponto equivale a 1 real. Sua apuração é em tempo real e divulgado instantaneamente *online* (EXAME, 2021).

Sobre a decisão de investimentos por parte dos investidores, financeiramente, o desejo de todos é poupar para o futuro, porque o longo prazo é incerto. A história da administração do risco é longa e são múltiplos futuros imprevisíveis que podem afetar os indivíduos (FERGUSON, 2009). Neste sentido, o mercado financeiro possibilita mais uma forma de poupança de recursos, dando mais poder de escolha aos poupadores. Contudo, também apresenta riscos relacionados as opções de investimentos.

Desta forma, para a escolha da alocação de seu capital por parte dos investidores, é particular que cada um leva em conta uma série de variáveis que este possa julgar como mais relevantes (a sua percepção e aversão a perdas), tais como, o acesso à informação, risco, retorno e volatilidade. Os investimentos em ações, que são classificadas como renda variável, possuem um risco, e este está intimamente ligado às probabilidades de ocorrerem determinados eventos em relação a um valor médio, revelando uma possível perda, no futuro (NETO, 2005).

2.2 MERCADO DE AÇÕES E A VARIAÇÃO DE PREÇOS DA AÇÃO

Considerando uma opção de investimentos o mercado de ações, conforme explica Brito (2023, p. 173), as ações podem ser compreendidas como o “valor mobiliário, emitido pelas companhias ou sociedades anônimas, representativo de parcela do capital. O capital da companhia ou sociedade anônima é dividido em ações, constituindo-se o valor unitário da ação da companhia”. Portanto, as ações constituem-se em um título emitido por companhias abertas listadas em bolsa, com uma forma de financiamento para suas atividades e a realização de investimentos. Segundo o autor, estas ações são mantidas em custódia pelas instituições financeiras ou bolsas de valores autorizadas pela CVM a prestar serviços referentes a ações escriturais e não possuem um prazo de validade por representarem uma parcela do capital. Porém, a própria empresa pode efetuar resgates dessas ações, amortizações ou reembolsos (BRITO, 2023).

As ações em bolsa disponíveis aos investidores, são classificadas em dois tipos, ordinárias e preferenciais. A primeira possui como principal característica o direito ao voto, podendo assim, os acionistas que possuem essa espécie de ação, participar de assembleias como votante em questões que tratam do destino da sociedade, como a destinação dos resultados da companhia, a análise das contas patrimoniais, eleição da diretoria, alterações no estatuto, entre outros interesses. Por outro lado, as ações preferenciais conferem prioridade nas distribuições dos lucros da companhia em forma de dividendos, e preferência no reembolso do capital investido em caso de liquidação da empresa, não possuindo direito ao voto (NETO, 2005).

Conforme explica Faccini (2015, p. 71):

As sociedades anônimas têm seu capital social dividido em ações, títulos que representam, unitariamente, a menor fração de propriedade do seu capital social. A quantidade de ações detidas por cada acionista determina, proporcionalmente ao número total de ações emitidas, a sua participação nos lucros distribuídos pela mesma e, em caso de ações ordinárias (i.e., com direito a voto nas assembleias de acionistas), também o número de votos que terá nas deliberações da empresa.

O mercado de ações é benéfico para as várias partes do mercado. Para a empresa, é uma forma de financiamento adquirindo recursos dos investidores por prazo indeterminado, possuindo, assim, tempo necessário para maturação de seus projetos e investimentos, até o retorno financeiro destes. De modo geral, não há taxas de juros pré-estipuladas, como financiamentos por instituições bancárias. A devolução do capital aos investidores é proporcional ao sucesso que estes investimentos tiveram e o lucro gerado (FACCINI, 2015).

Do outro lado, os investidores têm em mãos uma nova opção de investimentos, como forma de diversificação da alocação de seus recursos, conforme seu perfil de investidor, seus objetivos, seu horizonte de investimento e sua propensão ao risco. Logo, essa modalidade de investimento dentro da renda variável, a qual não se sabe o retorno ao investir, possibilita algumas formas de ganhos perante a detenção dessas ações em seu nome (FACCINI, 2015).

Ao efetuar um investimento em ações, espera-se algum retorno, e este pode ser em forma de quatro tipos diferentes, conforme descreve Neto (2005):

- i. Dividendos: Recebimento de uma parte do resultado da empresa em forma de dinheiro, para isso existe um mínimo obrigatório distribuído fixado por lei;
- ii. Bonificação: Distribuição gratuita de novas ações aos acionistas proporcional ao capital investido de cada um, por consequência de um aumento no capital da empresa;
- iii. Valorização: Benefício quando o investidor vende suas ações no mercado por um preço acima do seu preço de compra, sendo a diferença destes, o seu lucro;
- iv. Direito de subscrição: Opção de efetuar novas aquisições de ações com preferência por essas quando há um aumento de capital, com isso, os acionistas podem manter sua participação na empresa de forma proporcional quando houver um aumento de ações totais.

O lançamento das ações de uma empresa que opta por abrir seu capital como forma de levantamento de recursos se dá no mercado primário, por meio de um registro na CVM e com a intermediação de distribuidores de valores mobiliários, onde os investidores efetuam a subscrição nessas ações pela primeira vez, onde essa negociação ocorre diretamente entre o novo acionista e a empresa emissora (BRITO,

2019). Posteriormente, as ações podem continuar sendo negociadas entre os investidores através do mercado secundário, e este ocorre por meio dos pregões nas bolsas de valores (NETO, 2005).

Contudo, é nesses pregões que ocorrem a compra e a venda (negociação) dos ativos por parte dos investidores, ocasionando uma flutuação dos preços daquela ação. Com isso, formam o gráfico que apresenta essas variações ao longo do tempo (NETO, 2005). A variação do preço da ação segue diretamente a Lei da Oferta e Demanda. Assim, se há mais compradores do que vendedores para determinado papel, ela tende a se valorizar, pois há mais demanda do que oferta. Por outro lado, o papel tende a cair quando há muitos vendedores querendo se desfazer deste, e poucos estão dispostos a comprar no atual valor negociado (LEMOS, 2023).

De acordo com Lemos (2023), uma área de suporte no gráfico de uma ação é onde existe demanda, onde estão compradores dispostos a pagar naquele nível de preço. Em contrapartida, as áreas de resistência há oferta indicam vendedores dispostos a vender seu papel naquele nível de preço. Segundo Murphy (2021), a formação gráfica das ações pode ser compreendida mediante a análise de três premissas, sendo elas:

- i. O mercado desconta tudo: Isso significa que, toda variável, seja ela qual âmbito for, político, comportamental, fundamentalista, econômico, que possa afetar os preços, de fato, irá refletir nos preços desse mercado. Ou seja, é aceito que os gráficos por si só não são os responsáveis pelo preço subir ou cair, mas sim são o reflexo da psicologia do mercado;
- ii. Os preços se movimentam em tendências: Basicamente essa premissa foi adaptada da primeira Lei de Newton, a lei da Inércia, isso nos diz que um preço que está em uma tendência de movimento irá continuar nessa direção até que se mostre sinais de reversão. Em outras palavras, o movimento tem maior probabilidade de seguir naquela direção do que reverter;
- iii. A história se repete: A categorização e identificação de padrões gráficos nas últimas décadas revelam cenários que ocorrem, e os cenários por sua vez, revelam a psicologia de alta ou baixa do mercado. Como esses padrões se repetiram e funcionaram bem em momentos do passado, toma-se como verdadeiro que irá continuar no futuro. Em outras palavras, para entendermos o futuro temos que estudar o passado, e os gráficos dos preços das ações estão ligados com a psicologia humana.

De modo geral, os preços se movimentam de acordo com o que é considerado o valor justo daquela empresa pelo mercado. O valor das empresas é calculado por meio de critérios fundamentalistas, que são, por exemplo, a análise contábil e financeira da empresa, análise setorial, análise de mercado, entre outros parâmetros de avaliação. Porém, somente por meio dessas análises, o preço varia de forma lenta.

Os papéis estão a cada segundo oscilando, justamente porque as condições de consenso são imprevisíveis e instáveis. Os indivíduos são impactados por notícias e rumores, e a psicologia de cada um reflete nos movimentos do mercado (ELDER, 2006). Desta forma, cabe a cada investidor tomar sua decisão, considerando o conjunto de informações disponíveis e que este julga como mais adequadas para fundamentar suas escolhas.

Os gráficos dos preços das ações no mercado, no curto prazo, são afetados pelos mais diversos participantes de mercado. Existem os especuladores, os investidores pessoas físicas, os *players* institucionais, os *scalpers*, entre outros. Cada participante possui seu perfil, seu comportamento e seu objetivo no mercado. Portanto, seus movimentos frente à tela estão intimamente ligados à sua psicologia. Indivíduos racionais, que podem ser afetados por emoções, podem reagir de forma distinta as variações existentes, bem como as informações apresentadas para avaliação de diferentes cenários (ELDER, 2006).

A partir do comportamento de diversos participantes no mercado, forma-se o gráfico que mostra a variação e o preço daquela ação dentro do mercado. As bolsas de valores do mundo todo, disponibilizam basicamente três dados técnicos sobre as ações negociadas no mercado: preço, volume e contratos em aberto. É a partir disso que são formados os inúmeros indicadores e ferramentas, além de fornecer importantes dados em periodicidades muito pequenas, como o preço no dia, em horas e em minutos, resultado em informações de preços de abertura, máxima, mínima e fechamento daquele período selecionado, ou uma combinação entre eles, em determinado período de tempo, e isso gera uma série de informações que são utilizadas para análises e estudos (LEMOS, 2022).

Para que o preço da ação se movimente, é necessário entender o que são os fundos e topos, também chamados de suportes e resistências, respectivamente. Os fundos são zonas em que o preço se encontra em níveis abaixo do preço de mercado, mas não passa muito disso, pois há compradores com uma força suficiente para que interrompam o preço que está indo para baixo, revertendo a tendência de baixa. Os topos são onde se encontram níveis de preço acima do preço de mercado, onde existe uma força vendedora suficiente para que quando os preços tocam aquele nível, esses investidores fazem a venda de suas ações, revertendo a tendência de alta e criando assim as resistências. Portanto, os níveis de preços são resultados de uma guerra

entre os compradores e vendedores, para ultrapassar esses limites, em que alguma parte deve exercer uma força maior e, portanto, romper essa linha (LEMOS, 2022).

2.3 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E FATOS RELEVANTES

As empresas que são negociadas em bolsa têm uma série de obrigações, dentre elas, estão a divulgação de informações obrigatórias, que no Brasil são regulamentadas pela Lei Nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), e por instruções da CVM. Uma das principais informações divulgadas e utilizadas pelos investidores são as Demonstrações Financeiras (DFs). Estas, também denominadas de Demonstrações Contábeis (DCs), contemplam importantes demonstrativos contábeis, como o Balanço Patrimonial (BP), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e o Demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC) (TREIGER, 2021), muito utilizado pelos acionistas para análises de modo a entender a situação em que a empresa se encontra para tomar a decisão de investimento.

Conforme o CPC 26, que trata de Demonstrações contábeis, este conjunto de relatórios financeiros padronizados devem compor de forma adequada a situação financeira e patrimonial de uma entidade, além do comportamento dos fluxos de caixa da empresa. Por se tratar de um relatório financeiro padronizado, é utilizado para avaliação de determinada organização, e também para análises comparadas.

A divulgação das demonstrações contábeis é definida por Hendriksen e Van Breda (1999) como as informações financeiras que são necessárias ao bom funcionamento de mercados eficientes de capitais. Com isto, leva em consideração que deve ser divulgado um conjunto de informações suficientes para avaliar as expectativas de rentabilidade futuras e a variabilidade de dividendos (CAMLOFFSKI, 2014; BORGES; FERREIRA, 2018).

As DCs, por demonstrarem a saúde financeira da empresa, são utilizadas para análises a fim de conhecer o cenário em que a empresa se encontra e perceber os riscos e expectativas desse investimento. Uma das finalidades é a utilização destas informações, por parte de investidores da bolsa de valores, para realizar a decisão de investir ou não na mesma (CAMLOFFSKI, 2014; BORGES; FERREIRA, 2018).

Vale destacar que é direito do acionista requerer informações sobre a companhia e seus administradores, inclusive, ser informado sobre fatos que sejam

considerados relevantes (NETO, 2005). Conforme explica Faccini (2015, p. 90), a comunicação de um fato relevante está relacionado a publicação de informações que possam influenciar, de modo ponderável:

- i. Na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- ii. Na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- iii. Na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A partir disso, entende-se que os fatos relevantes são aquelas informações que não podem ser obtidas apenas a partir dos números dos demonstrativos contábeis, mas que também possuem o poder de impactar a tomada de decisão do acionista. Constituem-se um meio relevante de divulgação de nova informação, sendo uma informação regulada e oficial da companhia (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020). Portanto, dada sua relevância e capacidade de predição, tende a influenciar, de algum modo, a decisão dos investidores.

É neste contexto que se insere esta pesquisa, que toma como base a data de comunicação dos fatos relevantes de fraudes contábeis divulgadas pelas empresas que são analisadas como os eventos desta pesquisa. De acordo com Lopes e Martins (2005) citado por Oliveira e Naves (2016), as demonstrações contábeis são de fato subsídios utilizados por investidores que acabam por impactar seu comportamento no mercado. Contudo, as comunicações relevantes apresentadas também são determinantes para esta avaliação.

Isto porque “a contabilidade, em sua utilidade econômica, está ligada à sua capacidade de alterar as crenças dos usuários a respeito das informações contábeis sobre os fluxos futuros de caixa dos ativos” (OLIVEIRA; NAVES, 2016, p. 1). Portanto, sua comunicação é relevante para tal avaliação. “A capacidade da contabilidade de impactar o comportamento dos preços da bolsa de valores é uma aproximação válida de sua utilidade”, por isto constitui-se fonte informacional determinante para a escolha de realização ou não de investimentos pelos investidores (OLIVEIRA; NAVES, 2016, p. 1).

Assim sendo, fica evidente que novas informações divulgadas pelas companhias de capital aberto aos participantes do mercado afetam seu

comportamento na bolsa de valores e, conseqüentemente, na variação do preço das ações, sendo que, muitas vezes, acabam por causar uma oscilação atípica. Para que seja aceito que novos fatos relevantes divulgados irão influenciar rapidamente, de alguma forma, as percepções e escolhas dos investidores, assume-se a hipótese de que toda nova informação divulgada ao mercado é refletida nos preços das ações, o que também é abordado na literatura como hipótese mercado eficiente.

Neto (2005, p. 272) explica que "um mercado eficiente é entendido como sendo aquele em que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros ambientes". Portanto, essa hipótese considera que os preços dos ativos são formados por todas as informações disponíveis aos acionistas, sendo que suas diferentes interpretações das informações publicadas afetam suas operações de compra e venda no mercado acionário.

Partindo-se desta definição, é importar delimitar que este trabalho não se dedica a investigar a eficiência do mercado. Mas sim, avaliar os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3.

2.4 FRAUDES CONTÁBEIS E O ESTUDO DE EVENTOS

2.4.1 Fraude contábil

Conforme explicam Debastiani e Ianesko (2008), a fraude contábil se caracteriza como uma forma de obter vantagem ilícita dentro do meio empresarial, por meio de ações, omissões, conduta intencional e por má-fé. Estes atos buscam distorcer as demonstrações contábeis da instituição, de modo que os resultados sejam favorecidos conforme suas necessidades e interesses.

A fraude, sendo diferente do erro, constitui-se por um ato intencional de omissão, manipulação e adulteração das demonstrações contábeis, sendo essas ações consideradas como de má-fé, abuso de confiança, clandestinidade e falsificação (SILVA, 2010). Já o erro se dá pela ação involuntária de causar prejuízos, ou seja, não se tem a intenção de obter as vantagens, é causada por desatenção, falta de conhecimento, entre outros.

Muitas vezes, as empresas que mais causaram rumores, foi por conta da tentativa de inflar seus resultados. Segundo Damodaran (2007), algumas companhias criam estruturas complexas para driblar seus resultados, com o objetivo de fazer os investidores crerem que as mesmas valem mais do que de fato valem, ou que suas obrigações são menores do que realmente são. Inúmeros escândalos já aconteceram no mundo todo, mas naturalmente alguns causaram maiores impactos e perpetuaram por mais tempo nas mídias. Borgerth (2011) elenca alguns dos principais casos de fraudes contábeis ocorridos, como o caso Enron (2001), Arthur Andersen (2002), WorldCom, (2002), Tyco (2002), Parmalat (2003), entre outros.

Enron e WorldCom são até hoje lembrados e reconhecidos. O primeiro publicava altíssimos lucros para atrair novos investidores, mas esse lucro não representava a realidade. Já o segundo caso sobrevalorizava determinadas aquisições. Isso refletia nas demonstrações um lucro que também não eram verdadeiros (BONOTTO, 2010). A apresentação de informações com tais vieses denota a capacidade de influência de tais reportes nas escolhas de investidores, o que corrobora para os papéis informativos e a relevância das informações contábeis (SILVA, 2010).

Por esta razão, a comunicação de fatos relevantes tem sido apontada como um meio de minimizar tais efeitos e, ao mesmo tempo, apresentar maior transparência e clareza da situação patrimonial e financeira da entidade. Contudo, há que se considerar que, apesar da obrigatoriedade da comunicação de fato relevante por fraudes contábeis, torna-se também necessário identificar a qualidade do relato reportado, visto que este também pode influenciar, de maneira distinta, a decisão de investimentos do investidor (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

2.4.2 Estudo de eventos

Em face da relevância de tais comunicados, uma oportunidade de pesquisa identificada na literatura contábil está relacionada a análise dos efeitos da comunicação de fatos relevantes por fraudes contábeis no preço das ações de empresas listadas na B3 (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020), como proposto nesta pesquisa. Para tanto, uma metodologia de análise abordada nessa literatura é o estudo de eventos (CHEN; JANG; KIM, 2006).

A metodologia de estudo de eventos foi inicialmente difundida por Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969). Esta é caracterizada pela análise dos preços de determinadas ações, em janelas de tempo previamente estabelecidas, para que se possa verificar se houve ou não uma reação significativa do mercado financeiro em relação a ocorrência de um evento específico, comparado aos retornos das cotações passadas, com a hipótese de que, em caso de retorno anormal, há impacto direto no valor da ação (FAMA *et al.*, 1969).

O argumento central utilizado por estes autores era de que o mercado de ações é eficiente, e que os preços das ações refletem todas as informações disponíveis rapidamente. Deste modo, quando surge uma nova informação (notícias, fatos relevantes, etc.), os investidores reagem de forma rápida, e ajustam os preços das ações conforme essa nova informação. Os resultados observados no estudo realizado pelos autores confirmaram suas hipóteses de influência de tais eventos (FAMA *et al.*, 1969), o que abriu novas perspectivas de análise sobre o tema.

Conforme explica Kothari (2001, p. 187), o método de estudo de eventos pode ser definido como:

testes de eficiência do mercado. Eles testam o impacto, a velocidade e o viés da reação do mercado a um evento. Em um mercado de capitais eficiente, espera-se que a reação no preço da ação por um evento seja imediata e que o movimento subsequente do preço seja irrelevante no que se refere à reação no período do evento ou ao seu retorno no período anterior.

O método do estudo de eventos passou a ser a forma padrão utilizada em pesquisas desenvolvidas que buscam avaliar a reação do mercado de ações ao preço de determinada companhia, frente há alguma notícia ou divulgação de um fato ou acontecimento, testando-se, assim, a hipótese de que o mercado é eficiente perante à novas informações publicadas (BINDER, 1998).

Em um estudo desenvolvido por Chen, Jang e Kim (2006), utilizou-se da metodologia de estudos de eventos para separar o componente do movimento dos preços das ações em hotéis de Taiwan, na China, refletidos por um evento específico, avaliando o impacto do surto de Síndrome Respiratória Aguda Grave (SARS). Estes eventos são chamados de Retorno Anormal (RA), que é calculado pela diferença entre o retorno real e o retorno esperado na janela do evento.

De acordo com os autores, se a notícia de um evento é positiva, espera-se que os RAs sejam positivos também. Por outro lado, anúncios negativos de determinados acontecimentos causam um RA negativo e sinalizam que o mercado considerou que este evento pode causar diminuição na rentabilidade futura da empresa. A conclusão desta pesquisa revelou que as ações dos hotéis delimitados no estudo apresentaram retornos anormais médios acumulados negativos, de forma relevante, sendo possível inferir que estes retornos foram reflexo do surto do SARS, declarado pela OMS em 2003 (CHEN; JANG; KIM, 2006).

No Brasil, a pesquisa de Krauspenhar e Rover (2020), a partir do método de estudo de eventos, também buscou verificar a relevância das informações pertinentes à fraude contábil em um estudo de caso. Os achados encontrados confirmam tal relação, indicando diversos retornos anormais nos ativos sob análise nas janelas de eventos. Portanto, reforçam as evidências sobre a relevância da divulgação de informações relacionadas à fraude contábil. Contudo, também revelam indícios de uma reação inicial incerta dos agentes de mercado, o que suscita a realização de novas pesquisas sobre o tema.

Neste contexto, considerando-se tais achados, a abordagem de análise de eventos e a necessidade de realização de novos estudos, para que se possa melhor compreender tais influências, busca-se com esta pesquisa avançar na produção de novos conhecimentos sobre o tema, adicionando a literatura pesquisada novas avaliações sobre os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis especificamente na variação do preço das ações de quatro empresas listadas na B3, motivação pela qual se realiza esta pesquisa.

3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta a descrição dos procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste trabalho.

3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

Esta pesquisa, levando em conta seus objetivos gerais, é classificada como descritiva. Conforme Gil (2002), a pesquisa descritiva busca a descrição das características de uma população ou um fenômeno em específico, bem como as relações entre determinadas variáveis. Caracteriza-se como descritiva, pois busca-se analisar os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3.

Quanto aos procedimentos de coleta de dados, trata-se de uma pesquisa documental, pois coleta informações a partir da comunicação de fatos relevantes e informações financeiras padronizadas disponibilizadas pelas empresas analisadas. Adicionalmente, do preço das ações destas organizações, negociadas na B3 no período objeto de análise (2017/2023).

Quanto a abordagem do problema trata-se de uma pesquisa de abordagem quantitativa. Esta pesquisa possui uma abordagem quantitativa, pois é viabilizada a partir de uma coleta de dados que permite realizar testes de hipóteses, utilizando-se de medições numéricas e aplicação de métodos e análises estatísticas, com o intuito de estabelecer padrões e comprovar teorias (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013).

Esse enfoque leva em conta a quantificação do problema. Assim, pode-se traduzir em números opiniões e informações, para então realizar a classificação e análise, utilizando-se, para tanto, de técnicas estatísticas (PRODANOV, 2013). Além disso, essa forma de abordagem pode ser utilizada em vários tipos de pesquisa, inclusive nas descritivas, pois muitas vezes, buscam a relação causa-efeito entre determinados acontecimentos, como proposto nesta investigação (PRODANOV, 2013).

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

No que se refere a população, esta é composta por empresas listadas na B3. A amostra analisada consiste em um grupo de quatro empresas que negociam ações na B3, que tiveram comunicação de fato relevante relacionado a inconsistências contábeis e fatos relacionados à indícios ou a confirmação de fraude, no período compreendido entre os anos de 2017 e 2023 (últimos 5 anos).

Na pesquisa realizada, identificou-se quatro empresas que se enquadram nestes critérios de definição, sendo estas: CVC, Via, IRB e Americanas. Essa, portanto, é a amostra analisada na pesquisa.

3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA E FONTES DE COLETA DE DADOS

O constructo da pesquisa proposta é representado pelas variáveis de: inconsistência contábil e retorno das ações. As fraudes contábeis foram analisadas por meio de análise do conteúdo de divulgação das comunicações de fatos relevantes, sendo selecionada as comunicações que reportem eventos relacionados a esta temática (inconsistência contábil) e inclusive eventos divulgados que se relacionam com possíveis casos de fraudes, como no caso da IBR Resseguros, em que houve uma série de fatos relevantes, como renúncias da diretoria em meio aos indícios de fraudes e instauração de investigações independentes.

Por sua vez, o retorno das ações foi avaliado foi obtido a partir do logaritmo natural entre o preço de fechamento da ação no dia pelo preço de fechamento do dia anterior. Os preços de fechamento foram extraídos do Software Profit Pro.

Os efeitos destas comunicações no retorno das ações foram avaliados mediante a análise do seu impacto (normal/anormal) no preço das ações, pela metodologia de estudo de eventos (CHEN; JANG; KIM, 2006). Também foi definido o período anterior e durante ao evento comunicado, para a avaliação do impacto (efeito) desta comunicação no retorno das ações comercializadas pela empresa, sendo este de 252 dias úteis anteriores à D-3, e sete dias úteis (3 dias antes de D0 e três dias após) para a janela durante o evento, sendo D0 a data da divulgação do FR.

Os dados para a realização da pesquisa foram obtidos por duas formas. Inicialmente foram analisadas as comunicações de fatos relevantes emitidas pelas

empresas selecionadas para a realização da pesquisa, com a indicação de inconsistências, investigações e afins. Estas comunicações representam a delimitação do evento. A partir desta definição, posteriormente, definiu-se a janela de evento analisada.

Assim, para os eventos, foram considerados aqueles em que a companhia fez a divulgação pública através de fatos relevantes, após rumores e notícias de fraudes. Já os dados dos preços diários das ações e do índice Ibovespa, utilizados para o cálculo do retorno observado, foram extraídas informações da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, através do Software Profit Pro.

3.4 MÉTODO DE ESTUDO DE EVENTOS

Conforme Campbell, Lo e Mackinley (1997), o estudo de eventos é um método que possibilita a medição do efeito de um determinado evento econômico na cotação das ações (valor) de determinada empresa. Este método é aceito devido a hipótese de que o mercado é racional, e, portanto, os eventos são imediatamente refletidos nos preços dessas companhias abertas. Contudo, para este trabalho, se tem como pressuposto que o mercado é eficiente, caso contrário, em um mercado não eficiente, as comunicações e notícias não seriam refletidas no mercado acionário.

Esta delimitação é convergente a adotada em outros estudos desenvolvidos sobre o tema, com abordagem similar a proposta neste trabalho, como Chen, Jang e Kim (2006) e Krauspenhar e Rover (2020). Assim, para a realização deste estudo, mediante a aplicação do método de estudo de eventos, foi necessário a definição de sete etapas, como listadas por Campbell, Lo e Mackinley (1997), sendo elas: definição do evento; critério de seleção; medição dos retornos anormais e normais; procedimento de estimativa; procedimento de teste; resultados empíricos; e, interpretações e conclusões.

Primeiramente foi definido os eventos a serem analisados, no caso do presente estudo, a divulgação de fatos relevantes que podem estar interligados com inconsistências e/ou fraudes contábeis. Portanto, foram selecionados os eventos de interesse, definidas as janelas dos eventos e as janelas de estimação. É usualmente aceito a escolha de 3 dias úteis anteriores e 3 dias úteis posteriores à ocorrência do evento, para se estabelecer a janela do evento (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997).

Já para a janela de estimação, é comumente optado por um período anterior ao evento, para evitar que a análise de uma janela posterior não seja influenciada pelo próprio evento. Conforme explica Benninga (2014), citado por Krauspenhar e Rover (2020), esse período de estimação é tido como 252 dias úteis, ou seja, um ano útil. A Figura 1 apresenta a representação gráfica das janelas de estimação e de estudo do evento.

Figura 1 - Representação gráfica das janelas do estudo de evento em uma linha do tempo



Fonte: O autor (2023).

Nesta representação apresentada na Figura 1, têm-se que: D0 = é a Data da ocorrência do evento; D-3 até D+3 = é a Janela do evento; enquanto, D-255 até D-4: é a Janela de estimação. De posse desta delimitação, em seguida foi determinado os critérios de seleção das empresas para estudo. Como delimitador desta pesquisa, tem-se que: as empresas escolhidas devem atender ao critério de serem listadas em bolsa, para ser possível avaliar a reação do mercado financeiro brasileiro; e, por serem companhias que divulgam suas informações publicamente, para amplo acesso dos participantes do mercado (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997).

Para avaliação da ocorrência de um impacto ou não a partir do fato relevante comunicado, foi calculado o retorno anormal (retorno real) observado na janela do evento, pela diferença entre o retorno normal (observado) e o retorno estimado, ou seja, aquele valor esperado em uma janela sem o evento (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020). O retorno anormal é calculado por:

$$RA_{it} = R_{it} - E[R_{it}/X_t] \quad (1)$$

Onde:

RA_{it} = Retorno anormal do título $i = 1, 2, \dots, N$, no instante $t \in [T1, T2]$; sendo T1 e T2 as datas inicial e final da janela do evento;

R_{it} = Retorno observado do título i no instante t;

$E[R_{it}|X_t]$ = Retorno normal esperado do título i no instante t condicionado ao conjunto de informação dado por X_t .

Para calcular o retorno esperado, existem três tipos de cálculos, conforme definido por Brown e Warner (1980), citados por Kirck (2019), que são: o Retorno Ajustado à Média, o Retorno Ajustado ao Mercado, e, o Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado. Soares et. al (2002) e Krauspenhar e Rover (2020), comentam que o módulo comumente utilizado em trabalhos publicados no Brasil, e também o mais sensível às reações do mercado, é o método do retorno ajustado ao risco e ao mercado para a definição do retorno esperado.

Krauspenhar e Rover (2020, p. 250) citam em seu estudo que este método “pressupõe a estimação de uma regressão linear simples pela técnica dos mínimos quadrados ordinários (MQO), entre os retornos diários do preço das ações das empresas componentes da amostra (R_{it}) e o retorno diário de mercado (R_{mt}) mensurado pela variação do Ibovespa, dos 252 dias da janela de estimação.”

Assim, o cálculo desses retornos diários das ações deve ser realizado através do logaritmo natural do preço de fechamento do dia, dividido pelo preço de fechamento do dia anterior negociado. Essa fórmula permite que a curva de representação dos dados seja simétrica. Assim, há maiores chances para os requisitos de normalidade nos testes de validação dos resultados seja alcançado (SOARES, 2002; MACEDO *et. al*, 2016). Portanto, para esta avaliação, conforme explicam Macedo, Almeida e Dornelles (2016), tem-se a equação 2 e 3 apresentadas a seguir para o cálculo dos retornos diários dessas ações.

$$R_{it} = \text{Ln}(P_{it}/P_{it-1}) \quad (2)$$

$$R_{mt} = \text{Ln}(C_t/C_{t-1}) \quad (3)$$

Onde:

P_{it} = preço da ação i no dia t;

P_{it-1} = preço da ação i no dia anterior;

C_t = cotação do Ibovespa no dia t;

C_{t-1} = cotação do Ibovespa no dia anterior;

\ln = representa o logaritmo natural que permite o cálculo dos retornos diários considerando a capitalização contínua.

A regressão linear simples (RLS) é utilizada para analisar as relações entre variáveis, sendo que é chamado de variável dependente ou endógena, y , aquela em que o comportamento será explicado pela outra variável, x , também nomeada de variável explicativa, regressor ou independente. Com isso, estima-se a equação de uma reta, definida como $y = \alpha + \beta x$. As variáveis x e y são os retornos diários do IBOV e da ação a ser analisada, respectivamente. Portanto, o objetivo é encontrar os valores de α e β , em efeito disso, estaremos estimando a inclinação da reta, e esta, nos diz o efeito em y da alteração de uma unidade em x (CHEIN, 2019).

No presente estudo, a RLS tem como finalidade o estabelecimento de uma relação entre os retornos diários dos preços das ações (R_i) e do retorno diário de mercado (R_m). A regressão analisada busca traçar uma linha reta que melhor se ajusta aos pontos plotados no gráfico (a partir dos dados das janelas), reduzindo a soma dos quadrados das diferenças entre os valores observados e o previsto pela equação da reta. Para estimar os parâmetros de uma equação de regressão, utiliza-se o método MQO (CHEIN, 2019).

Conforme Stock e Watson (2010), o estimador de MQO busca os coeficientes de modo que a equação da reta estimada fique o mais próximo possível dos dados, e essa proximidade é calculada pela soma dos quadrados dos resíduos obtidos ao se medir Y dado X . Nesta pesquisa, para cálculo da RLS, foi utilizado o Software Eviews 12 Student Lite, enquanto que para os demais cálculos de estimação e retornos, foi utilizado o Excel | Microsoft 365.

Dando continuidade aos procedimentos de análise propostos por Campbell, Lo e Mackinley (1997), os retornos diários esperados foram calculados levando em conta os parâmetros alfa e beta que foram estimados para o evento em questão e nos retornos diários de mercado que foram observados, sendo que alfa é o intercepto e beta e o coeficiente de inclinação. Portanto, o retorno diário esperado para a janela de evento (E_{it}) é calculado da seguinte maneira:

$$E_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

Logo, em sequência, foi obtido o retorno anormal do período da janela de evento (RA_{it}) pela fórmula citada por Benninga (2014):

$$RA_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (5)$$

Sendo:

R_{it} = Retorno real da ação no dia t da janela do evento;

$\alpha_i + \beta_i R_{mt}$ = Retorno previsto a partir do α e β da RLS.

Com esses dados em mãos, para concluir a análise proposta, foi necessário realizar a inferência estatística para verificar o erro padrão t dos valores. Para analisar a significância dos valores obtidos, foi realizado o cálculo abaixo, e, posteriormente, realizada a verificação aos valores padronizados de intervalos de confiança 99%, 95% e 90% (2,576, 1,960 e 1,654, respectivamente). Com isso, se averiguou a aceitação ou rejeição da hipótese nula de resultados estatisticamente iguais a zero (casos em que o retorno anormal obtido não é significativo) (MACEDO *et. al.*, 2016). Portanto, para a realização desta pesquisa, tem-se a seguinte fórmula para cálculo do erro padrão t:

$$t = RA_{it}/Sie \quad (6)$$

Onde:

RA_{it} = Retornos anormais obtidos;

Sie = desvio padrão obtido com os valores da regressão da janela de estimação.

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A pesquisa realizada apresenta algumas limitações. Inicialmente cabe destacar que o método de estudo de eventos implica na avaliação do efeito da comunicação apresentada em determinado período. Portanto, variações de percepção sobre a comunicação relatada e o evento apresentado podem influenciar de maneira distinta no retorno das ações.

A abrangência destes resultados também se estende exclusivamente ao caso analisado, podendo diferir entre outras organizações analisadas. Aspectos como reputação, desempenho de mercado e histórico de eventos também podem influenciar o retorno de ações. Do mesmo modo, outros fatores contextuais e de mercado não são objeto de análise nesta pesquisa. Porém, também podem, em alguma medida, influenciar a percepção dos investidores e, por consequência, o retorno das ações.

Adicionalmente, além destes fatores, outros aspectos que podem influenciar a análise dos resultados podem estar relacionados a dificuldade de obtenção de uma técnica altamente eficiente para avaliar tais efeitos, bem como o reduzido número de empresas na pesquisa realizada. Há que se considerar que os efeitos de tais análises podem diferir, ainda que observados em uma mesma organização, porém em períodos distintos (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

Por fim, o objetivo final do trabalho não é encontrar um modelo paramétrico robusto que explique as variações de x em y o mais perto da perfeição. Mas sim inferir sobre os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações das empresas analisadas. Portanto, a regressão linear utilizada representa uma das 7 etapas do Método de Estudo de Eventos, e foi usada apenas para estimar um retorno normal aproximado, como abordado em outros estudos desenvolvidos sobre o tema (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

4 RESULTADOS DA PESQUISA

Esta seção apresenta a análise dos resultados obtidos através do estudo de eventos, além de um relato geral de cada uma das quatro empresas analisadas e os demais pontos julgados como relevantes a serem destacados, para a compreensão adequada dos achados desta pesquisa.

4.1 IRB(RE)

O caso da empresa IRB Resseguros foi um dos mais falados em 2020, quando o preço de suas ações despencou no mercado. O ponta pé inicial se deu com a carta de 184 páginas de uma renomada gestora de ações do Brasil, a Squadra Investimentos, relatando diversas “inconsistências” nos registros contábeis do IRB. A companhia por sua vez, tentou rebater os pontos levantados pela gestora, mas teve um contraponto com detalhes sobre o mercado de resseguros e porque acreditavam em uma inconsistência.

A partir daí o mercado repercutiu e a IRB, uma das favoritas da bolsa naquele momento, que apresentava um ROE (Retorno sobre Patrimônio) entre 40-45%, enquanto a concorrência ao redor do mundo ficava entre 10-15%, teve em torno de 25% de queda em suas ações no mês de fevereiro (SILVA, 2023). Em sequência, uma série de fatos relevantes (FR) que se relacionam com o acontecimento da “Carta da Squadra e as inconsistências apresentadas” foram comunicados aos investidores.

É pertinente destacar que no mesmo dia do FR 1, apresentado abaixo, o grande investidor Warren Buffet se pronunciou publicamente negando que sua holding, a Berkshire Hathaway, tinha participação ou interesse na empresa. Esse rumor veio depois da direção do IRB ter indicado para o conselho fiscal Márcia Cicarelli, advogada e procuradora da Berkshire no Brasil (ORTEGA, 2023).

Abaixo tem-se a descrição dos fatos relevantes que se julgou pertinente para serem objeto de análise nesta pesquisa, os quais são referidos como “D0” nas janelas dos eventos:

1. FR 1 - 04/03/2020 às 21:52 - "Renúncias": Renúncia do Presidente, Sr. José Carlos Cardoso e do Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com

Investidores, Sr. Fernando Passos. No mesmo FR não foi revelado as circunstâncias/motivos das renúncias;

2. FR 2 - 22/04/2020 às 20:44 - “Modificações nas projeções divulgadas”: comunicação aos acionistas que a nova Diretoria Executiva da Companhia tomou a decisão de retirar suas projeções (guidance) para o ano de 2020 que havia sido divulgado por meio de FR em 18/02/2020;

3. FR 3 - 11/05/2020 às 08:46 - “Instauração de fiscalização especial”: foi comunicado aos acionistas que a campanha foi oficiada pela SUSEP para instaurar a Fiscalização Especial após insuficiência na composição dos ativos garantidores de Provisões técnicas e consequente da liquidez regulatória; e,

4. FR 4 - 29/06/2020 às 07:15 - "Conclusão da investigação": comunicação de atos irregulares como disseminação de informação inverídica e pagamentos de bônus indevidos.

Após uma breve descrição do caso IRB, na Figura 2 apresenta-se o gráfico do preço das ações do IRB(Re) entre os anos de 2019 e 2023.



Fonte: Elaborado a partir do Software Profit Pro (2023).

Na Figura 2, que representa o preço das ações do IRB em um gráfico de linhas e seus respectivos eventos analisados nesse estudo, sendo estes indicados pelas setas vermelhas apresentadas, pode-se visualizar graficamente uma queda brusca nas ações do IRB, a partir do mês de fevereiro de 2020, data da divulgação da carta

da Squadra. Não obstante, os papéis da companhia seguiram desvalorizando até o início de 2023, onde o mercado deu uma leve corrigida para cima, mas nem perto de voltar próximo ao patamar que estas ações estavam avaliadas em 2019, quando eram bem-vistas pelos investidores.

A Tabela 1 apresenta a síntese dos resultados da estatística descritiva da janela de estimação e de eventos do IRB no período analisado.

Tabela 1 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos - IRB

		Janela de Estimação		Janela de Evento (-3 a -1)		Janela de Estimação (0 a 3)	
		Média	D.P	Média	D.P	Média	D.P
Evento 1	IRBR	0,05%	2,57%	-6,60%	3,49%	-17,76%	16,74%
	IBOV	0,03%	1,22%	0,82%	1,70%	-5,10%	5,99%
Evento 2	IRBR	0,05%	2,57%	0,25%	0,61%	-5,80%	6,82%
	IBOV	0,03%	1,22%	0,06%	1,40%	-0,23%	4,15%
Evento 3	IRBR	0,05%	2,57%	0,11%	6,69%	-6,25%	8,42%
	IBOV	0,03%	1,22%	0,33%	2,09%	-0,39%	1,47%
Evento 4	IRBR	0,05%	2,57%	1,03%	4,63%	-7,01%	8,35%
	IBOV	0,03%	1,22%	-0,75%	2,13%	0,63%	1,21%

Fonte: O autor (2023).

Através do cálculo da média e do desvio padrão de todas as janelas de estimação, da janela de evento anterior à data de divulgação D0 do FR comunicado, e da janela do evento posterior ao D0, pode-se perceber que o Evento 1 foi o que apresentou maior média negativa e maior desvio padrão, tanto na janela de evento antes de D0, quanto posterior a D0, provavelmente pelo mercado já descontar "incertezas futuras" que aquela ação apresentou. Logo, possivelmente quando os demais eventos chegaram, os acionistas já haviam descontado do preço da ação essas incertezas. Isso corrobora com o Evento 1 ter sido de renúncias sem explicações claras da motivação do acontecido.

Já o índice de referência Ibovespa se manteve estável, exceto pela J.E. (0 a 3) do Evento 1 e a da J.E. (0 a 3) do Evento 2, em que seu desvio padrão foi de 5,99% e de 4,15% respectivamente. Essa distorção pode ter sido influenciada pelos desdobramentos da pandemia do Covid-19, que estavam em alta e representava uma incerteza no mercado. Além do mais, não é possível concluir que a distorção pode ter sido acometida pela queda acentuada dos papéis do IRB. Neste caso, caberia avaliar a participação do IRB no índice IBOV em um estudo futuro, para que se possa julgar

o possível impacto, visto que, quanto maior seu peso no Ibovespa, maior seria o impacto puxando o índice para baixo.

A Tabela 2 apresenta os resultados da análise realizada para a avaliação dos retornos anormais e o valor t calculado por evento e dia da janela de evento.

Tabela 2 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento - IRB

Dia da janela	IRB	-3	-2	-1	0	1	2	3
04/03/20	RA	-3,39%	-10,66%*	-7,43%*	-39,57%*	-14,6%*	5,17%	-9,04%*
	t	-1,38	-4,35	-3,03	-16,17	-5,96	2,11	-3,69
22/04/20	RA	0,55%	-0,08%	0,06%	-8,99%*	-8,1%*	-7,38%*	1,74%
	t	0,22	-0,03	0,02	-3,67	-3,31	-3,01	0,70
11/05/20	RA	1,73%	-6,4%*	4,26%	-15,11%*	5,26%	-8,11%*	-6,18%*
	T	0,70	-2,61	1,74	-6,17	2,15	-3,31	-2,52
29/06/20	RA	-2,85%	0,58%	6,70%*	3,61%	-12,04%*	-8,26%*	-13,12%*
	T	-1,16	0,23	2,73	1,47	-4,91	-3,37	-5,36 ⁱ

Fonte: O autor (2023).

*Nível de 1% de confiança.

No que se refere aos retornos anormais obtidos através da metodologia de estudo de eventos, verificou-se que todos os eventos apresentaram pelo menos 3 dias de retornos anormais significantes ao nível de 1% de confiança, e todos eles foram negativos. No Evento 1 percebe-se os retornos anormais de -10,66% e -7,43% em D-2 e D-1 (1% de confiança). Isso pode ser reflexo ainda da carta da Squadra em fevereiro, ou até mesmo de informações privilegiadas, visto a proximidade com D0 e a desvalorização acentuada.

Ainda no evento 1, em D0 da divulgação do Fato Relevante, a queda foi inegavelmente grande, com um t calculado de -16,17, indicando altíssimo nível de confiança de um retorno anormal. Porém essa queda foi ocasionada pela carta do Warren Buffet negando que a Berkshire Hathaway detinha ou tinha interesse em possuir ações da companhia (REUTERS,2020), visto que o FR 1 foi divulgado no horário da noite em 04 de março de 2020. Em D1, houve um RA de -14,60% revelando que o mercado reagiu fortemente às renúncias ocorridas em 04 de março de 2020 e sua falta de explicação clara.

No Evento 2, ocorrido pouco mais de um mês após o Evento 1, o papel do IRB apresentou RA significativo em D0, D1 e D2 (ao nível de 1% de confiança), sendo que as desvalorizações foram menos acentuadas que o evento anterior, possivelmente pela divulgação de "modificações nas projeções divulgadas" não trazer tanta insegurança ao olho dos acionistas quanto ao FR 1 trouxe, e também como citado anteriormente.

A instauração de uma investigação independente por sua vez (Evento 3), teve dois retornos anormais antes da data da divulgação do FR, sendo um RA de -6,4% em D-2, ao nível de 1% de confiança, e um RA de 4,26% em D-1, ao nível de 5% de confiança. Em D-2, o retorno negativo pode ter sido um fluxo de informações recebidos de forma privilegiada, e no dia seguinte o mercado "tomou um fôlego". Essa expressão se refere ao fato de que na maior parte das vezes uma tendência de queda é seguida de alguns retornos positivos para voltar a média, e depois voltar a cair mais. Em D0 o papel do IRB apresentou um RA de -15,11%, segundo maior retorno anormal de todos os 4 eventos analisados do IRB, mostrando que o mercado reagiu mal à investigação interna oficiada pela SUPEP.

Por fim, pouco antes do Evento 4, verificou-se que o papel do IRB teve uma alta significativa, voltando à níveis de preço pouco acima em que estava antes do Evento 2 acontecer. Os investidores podem ter ficado confiantes e com boas expectativas de que a governança atual, na época do IRB, estava se fortalecendo. Porém, a conclusão da investigação veio e algumas irregularidades foram detectadas, como a disseminação de informação inverídica e pagamentos de bônus indevidos. Desta forma, o mercado demorou para reagir visto que só em D1 as ações começaram a cair, e, desde então, o papel IRB nunca mais voltou aos níveis de preço em que estivera até junho de 2020 (como demonstrado na Figura 2).

4.2 GRUPO CASAS BAHIA (ANTIGA VIA)

A antiga Via Varejo S.A. mudou seu nome para Via S.A., e recentemente para Grupo Casas Bahia (também dona da varejista Ponto). A mudança do nome pela segunda vez foi justificada pela tentativa de reposicionamento da marca e pela mostra do compromisso com o processo de reestruturação que a empresa vem passando,

devido a profunda crise financeira, com trimestres de prejuízos consecutivos e cada vez maiores (MIATO, 2023).

A empresa em questão comunicou no final de setembro de 2019 que recebeu denúncias acerca de supostas irregularidades na sua contabilidade e que prontamente um Comitê de Investigação foi instaurado. Na data da divulgação desse primeiro FR, a primeira fase da investigação já tinha sido concluída e nada havia confirmado as irregularidades especuladas. Entretanto, a segunda fase de investigação estava em andamento.

Um mês depois, um segundo comunicado veio com atualizações da 2ª fase, e nesta, diferente da primeira, foram encontrados “(i) indícios de fraude contábil caracterizada pela manipulação da provisão trabalhista da Companhia e pelo diferimento indevido na baixa de ativos e contabilização de passivos; e (ii) falhas de controles internos que poderiam resultar em erros materiais em determinadas contas contábeis da Companhia”. Abaixo tem-se a descrição das datas das divulgações dos Fatos Relevantes (D0 do estudo) e seus respectivos assuntos analisados nesta pesquisa:

1. FR 1 - 13/11/2019 às 11:57 - “Investigação Independente”: comunicação da instituição de investigação a partir de denúncias anônimas recebidas pela companhia sobre supostas irregularidades contábeis.

2. FR 2 - 12/12/2019 às 18:00 - “Atualização acerca da investigação independente”: foram encontrados indícios de fraude contábil caracterizada pela manipulação da provisão trabalhista da Companhia e pelo diferimento indevido na baixa de ativos e contabilização de passivos além de falhas de controles internos.

3. FR 3 - 25/03/2020 às 01:58 - “Encerramento da investigação independente acerca das supostas fraudes contábeis referidas nas denúncias anônimas recebidas pela Companhia em setembro e outubro de 2019”.

Após uma descrição breve do caso, na Figura 3 apresenta-se o gráfico do preço das ações do atual Grupo Casas Bahia entre os anos de 2019 e 2023.



Fonte: Elaborado a partir do Software Profit Pro (2023).

Na Figura 3, pode-se verificar o gráfico do preço da ação de 2019 a 2023, quando seu ticker ainda era VIIA (agora BHIA). As 3 setas em vermelho indicam os 3 eventos analisados, de forma consecutiva. Percebe-se, no entanto, que não há graficamente uma queda no preço das ações, pelo menos nos dois primeiros fatos relevantes divulgados, e sim o contrário ocorre, em que se nota uma alta no preço das ações. Já no terceiro evento, uma leve desvalorização seguida de uma grande alta. O declínio que se pode verificar no gráfico apresentado, no início do ano de 2020, pode ser justificado pela pandemia do Covid-19, já que possui uma distância de pelo menos dois meses dos Eventos 1 e 2. Logo, não se pode afirmar que foi impacto dos eventos.

A Tabela 3 apresenta a síntese dos resultados da estatística descritiva da janela de estimação e de eventos do Grupo Casas Bahia no período analisado.

Tabela 3 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos - Grupo Casas Bahia

		Janela de Estimação		Janela de Evento (-3 a -1)		Janela de Estimação (0 a 3)	
		Média	D.P	Média	D.P	Média	D.P
Evento 1	VIIA	0,11%	3,16%	-1,52%	2,06%	1,24%	4,48%
	IBOV	0,09%	1,19%	-0,87%	1,36%	-0,21%	0,48%
Evento 2	VIIA	0,11%	3,16%	1,05%	1,29%	1,57%	5,38%
	IBOV	0,09%	1,19%	0,00%	0,28%	0,37%	0,72%
Evento 3	VIIA	0,11%	3,16%	-0,66%	12,49%	2,10%	7,60%
	IBOV	0,09%	1,19%	0,67%	7,63%	1,70%	5,43%

Fonte: O autor (2023).

A empresa mostrou na janela de estimação um desvio padrão de quase 2 pontos percentuais a mais do que o índice Ibovespa, demonstrando uma alta variação nos papéis em comparação com a variação do IBOV durante o ano útil anterior ao FR 1. Além disso, pode-se observar que as médias não fugiram em mais de um ponto percentual das médias do Ibovespa, mas o papel apresentou altos desvios padrão principalmente da janela de evento de D0 a D3 em todos os eventos, e também na janela do evento anterior a D0 (DP de 12,49%), indicando alta volatilidade de preços na ação da antiga Via S.A. na janela da divulgação dos fatos relevantes, podendo assim, ter a hipótese de que estes aspectos influenciaram nos retornos diários do papel.

A Tabela 4 apresenta os resultados da análise realizada para a avaliação dos retornos anormais e o valor t calculado por evento e dia da janela de evento.

Tabela 4 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento - Grupo Casas Bahia

Dia da janela	Via	-3	-2	-1	0	1	2	3
13/11/19	RA	-0,67%	0,16%	-1,69%	-0,42%	7,48%*	-0,30%	-1,14%
	t	-0,22	0,05	-0,56	-0,14	2,51	-0,10	-0,38
12/12/19	RA	2,37%	-0,07%	0,90%	-4,21%	8,01%*	3,96%	-2,96%
	t	0,79	-0,02	0,30	-1,41	2,69	1,33	-0,99
25/03/20	RA	-1,07%	-7%*	4,12%	6,32%	-3,56%	5,25%	-6,04%
	T	-0,36	-2,35	1,38	2,13	-1,20	1,76	-2,03

Fonte: O autor (2023).

* Nível de 1% de confiança.

No caso do Grupo Casas Bahia, os resultados do cálculo do retorno anormal na janela dos eventos apresentados na Figura 6 revelam que, no Evento 1, se teve apenas um retorno anormal significativo, no dia D1, com um RA de 7,48% ao nível de confiança de 1%. O mesmo se repetiu no Evento 2, em que apenas um RA ao nível de 1% pode ser observado, também em D1 (8,01%). Ambos os RAs comentados demonstram uma reação positiva do mercado, um resultado um tanto quanto inesperado, visto que as "inconsistências" não são um bom sinal no que se refere à fidedignidade dos dados apresentados nas demonstrações contábeis divulgadas, que são utilizadas para avaliação da expectativa futura da empresa e a tomada da decisão do investimento.

No FR 1, cuja janela do evento apresentou somente um RA anormal em D1 de +7,48%, pode-se extrair do fato relevante em si alguns pontos importantes que podem ter favorecido para o mercado reagir de forma positiva. Como por exemplo, no fato foi comunicado a denúncia das supostas irregularidades. Entretanto, a empresa prontamente já instaurou a investigação, para investigar em detalhes as denúncias recebidas e que, inclusive, a primeira fase já tinha sido concluída e nada tinha sido encontrado.

Ademais, ficou bem evidenciado na comunicação divulgada pela empresa que foram contratados assessores independentes, muito bem habilitados e experientes, além de ficar claro o compromisso da organização com as providências imediatas e corretas a serem tomadas por parte do Comitê. Assim, percebe-se que a forma como foi comunicado as possíveis irregularidades pode ter trazido segurança aos acionistas e, conseqüentemente, boas expectativas em relação às medidas e estratégias que seriam tomadas pela companhia.

No Evento 2 (FR 2), ao contrário do FR 1, foram encontrados indícios de fraude contábil e falhas nos controles internos da Companhia. Dessa vez, em D0, houve um retorno anormal negativo de -4,21%, ao nível de 10% de confiança, mas logo no dia seguinte, o retorno voltou a ser positivo, com um RA de +8,01%, ao nível de confiança de 1%. O fato de ter se confirmado que haviam esses indícios e com um impacto nas demonstrações estimados em R\$1 bilhão de reais, contribuiu para a desvalorização em D0, mas em linha com o fato relevante 1, o comunicado apresentado reforçou o compromisso da entidade em seguir com a investigação, bem como tomar as medidas necessárias para fazer os devidos ajustes contábeis, e que estes ajustes não demonstravam um impacto de maneira adversa e relevante em seu fluxo de caixa, sua condição financeira operacional ou sua capacidade de honrar compromissos, favorecendo para D1 apresentar um RA positivo e muito significativo.

Por fim, o último fato relevante apresentado, indicou a conclusão da investigação realizada. Em sua janela de eventos, foi marcado tanto por retornos anormais positivos quanto negativos. Em D-2, anterior à divulgação, teve um RA de -7% (1% de confiança), indicando possíveis informações privilegiadas. Porém, em D0 e D2, observa-se RAs positivos, ao nível de 5% de confiança, e em D3, um RA negativo. Esses retornos anormais não lineares demonstram uma indecisão do mercado, além de ser um momento fortemente influenciado pela pandemia do Covid-

19. O FR 3 confirmou as irregularidades, com um ajuste final em R\$1,190 bilhão de reais referente aos erros e fraudes.

Os resultados anormais obtidos neste estudo vão ao encontro dos achados encontrados no estudo desenvolvido por Krauspenhar e Rover (2020), sugerindo que a qualidade do conteúdo informacional divulgado por influenciar nas expectativas de retorno das ações. O estudo recém citado analisou também a Cia distribuição brasileira, que era controladora da Via Varejo até junho de 2019, esta por sua vez, apresentou retorno anormal negativo nos períodos dos fatos relevantes. Contudo, os retornos anormais obtidos podem ser reflexos de uma interpretação do mercado em que a nova gestão estaria adotando medidas de controles internos mais robustas e instaurando mecanismos adequados de Governança Corporativa.

4.3 AMERICANAS

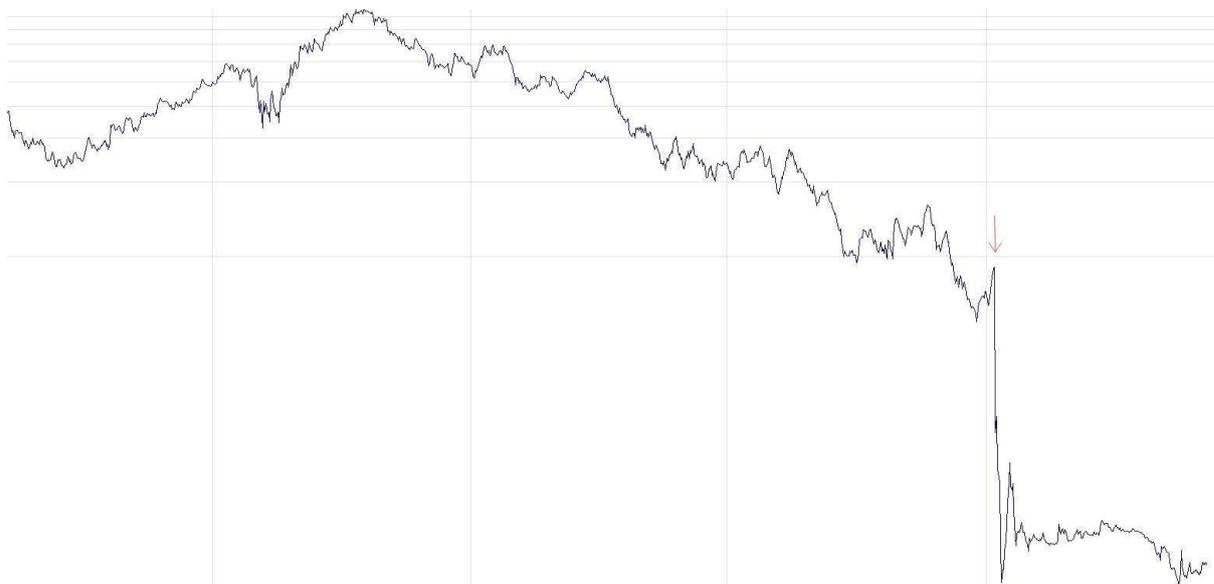
O caso mais recente do presente estudo, as lojas Americanas, varejista muito conhecida, teve uma repercussão inesperada em janeiro deste ano (2023), após divulgar um fato relevante de possíveis "inconsistências" contábeis em seu balanço, numa estimativa de R\$20 bilhões de reais. O comunicado informou que encontrou operações de financiamento em que a companhia era devedora perante instituições financeiras, porém essas operações não estavam devidamente refletidas nos fornecedores das DFs de 30/09/2022. No mesmo FR, foi divulgado a "não permanência", ou seja, a renúncia do até então Diretor-Presidente Sergio Rial e o Diretor de Relações com Investidores André Covre.

O FR de janeiro de 2023 será nosso objeto de análise de retorno anormal. A título informativo, após esse primeiro comunicado, uma série de outros FRs envolvendo "alterações de *rating*", contratação de renegociação de dívidas, decisões judiciais e assuntos de recuperação judicial foram divulgados. Abaixo tem-se a data da divulgação do Fato Relevante (D0) analisado neste estudo:

1. FR 1 - 11/01/2023 às 18:32 - "Questões contábeis e alterações na administração".

A Figura 4 apresenta o gráfico com o comportamento do preço das ações da Americanas entre os anos de 2019 e 2023.

Figura 4 - Gráfico do preço da ação AMER entre 2019 e 2023



Fonte: Elaborado a partir do Software Profit Pro (2023).

A análise do gráfico apresentado na Figura 4, revela que é notável a queda brusca a partir da data D0 da divulgação do fato relevante sinalizado pela seta em vermelho. As ações da empresa Lojas Americanas S.A. não haviam sofrido uma desvalorização tão grande em suas ações, pelo menos desde o ano de 2019, como mostra o gráfico. Inclusive, nem mesmo pelo ano de 2020, com a pandemia do coronavírus, a ação apresentou tal comportamento. Claramente os papéis da Companhia foram para níveis de preços baixíssimos, comparado ao histórico analisado após o Evento 1.

A Tabela 5 apresenta a síntese dos resultados da estatística descritiva da janela de estimação e de eventos das Lojas Americanas no período analisado.

Tabela 5 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos - Americanas

		Janela de Estimação		Janela de Evento (-3 a -1)		Janela de Estimação (0 a 3)	
		Média	D.P	Média	D.P	Média	D.P
Evento 1	AMER	-0,44%	4,95%	6,88%	0,55%	-45,37%	73,85%
	IBOV	0,02%	1,35%	0,97%	0,72%	-0,36%	1,32%

Fonte: O autor (2023).

A Tabela 5 apresenta alguns números pertinentes a serem analisados. Nota-se que na Janela de Estimação, o desvio padrão observado foi o maior das quatro empresas analisadas neste estudo, sendo um desvio de mais de 3 pontos percentuais

em relação ao Ibovespa, indicando alta volatilidade nos preços. Na Janela do Evento anterior a D0, o desvio padrão foi baixo e uma média de 6,88%, mostrando que nesses 3 dias ocorreu um retorno diário positivo e estável (sem muitas oscilações visto o baixo DP). Já na Janela de Eventos de D0 a D3, o desvio padrão (73,85%) e a média (-45,37%) observada corroboram com a alta oscilação no papel visto no gráfico.

A Tabela 6 apresenta os resultados da análise realizada para a avaliação dos retornos anormais e o valor t calculado por evento e dia da janela de evento.

Tabela 6 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento - Americanas

Dia da janela	Amer.	-3	-2	-1	0	1	2	3
11/01/23	RA	5,31%	6,42%	4,77%	-1,68%	-146,83*	16,74%*	-45,05%
	t	1,25	1,51	1,12	-0,39	-34,61	3,94	-10,62

Fonte: O autor (2023).
* Nível de 1% de confiança.

Para concluir a avaliação realizada, conforme evidenciado na tabela 6, os resultados obtidos nos cálculos dos retornos anormais identificados através do método de estudo de eventos revelaram que os dias anteriores a D0 vão ao encontro da média e do desvio padrão observado, visto que o preço da ação apresentou retornos anormais positivos e relativamente próximos, mesmo que, ao um nível de significância baixo. Isso pode sinalizar que não houve um fluxo de informações privilegiadas sobre o fato que iria vir ao público e poderia abalar os seus investidores.

Observa-se que em D0 não houve RA significativo. Isso se deve ao fato do comunicado ter sido divulgado ao público depois das 18 horas, quando o pregão já havia encerrado. Portanto, a reação do mercado ia refletir no pregão seguinte. Geralmente, quando as companhias julgam que o fato relevante pode causar distorção e alta volatilidade no mercado, opta-se por lançar o comunicado ao público em horários foras do pregão da bolsa de valores.

Em D1, a ação da empresa Americanas apresentou um retorno anormal negativo de forma expressiva, corroborando com o observado no gráfico da empresa. O RA obtido neste estudo foi de -146,83%, com um t calculado de -34,6164, seguido de uma leve pausa na queda em D2, com um RA de 16,74% (ao nível de 1% de confiança), para depois retomar a queda em D3, com RA de -45,05%, com t calculado de -10,6218. Esses resultados foram os mais expressivos das quatro empresas deste

estudo, inclusive, sendo o mais recente. É inegável o alto impacto do FR 1, composto pelas irregularidades estimadas em R\$ 20 bilhões de reais, seguido das renúncias no preço da ação da empresa de forma muito negativa.

Olhando em detalhes para o comunicado apresentado, percebe-se que o mesmo não deu detalhes e não deixou claro as medidas que seriam tomadas para realizar os ajustes necessários, nem planos de ação para mitigar o rombo de R\$20 bilhões de reais apresentados e nem mesmo os impactos das inconsistências encontrados nas demonstrações contábeis da companhia. A divulgação da fraude seguido da renúncia do executivo da companhia e do diretor de Relação com Investidores, além da falta de maiores esclarecimentos concretos pode ter desencadeado extrema desconfiança e péssimas expectativas para o futuro da empresa, resultando assim na queda vertiginosa identificada.

Posteriormente, em junho de 2023, a fraude apontada foi confirmada pela própria Americanas. Foi declarado que a antiga diretoria havia feito uma série de ações para mascarar os números da companhia, como o uso de contratos de propaganda de VPC (Verba de Propaganda Contratada) fictícios que melhoravam os resultados operacionais. Esses contratos não possuíam lastro, e eram em sua maioria em uma conta redutora em fornecedores (AGÊNCIA O GLOBO, 2023).

Por fim, a partir de tais acontecimentos, identificou-se que a companhia encontra-se atualmente em recuperação judicial, desde 19 de janeiro de 2023, declarando ter dívidas em mais de R\$40 bilhões de reais, o dobro do primeiro valor divulgado da inconsistência indicada, alguns dias antes do pedido de recuperação judicial.

4.4 CVC

A maior operadora de turismo no Brasil, CVC Corp, divulgou que após uma investigação interna conduzida pela Trindade Advogado e consultoria ICTS, foram encontrados indícios de erros na contabilidade que poderiam ter um impacto negativo em mais de R\$250 milhões de reais. No noticiário, os rumores eram de que os erros na verdade eram resultado de fraude e manipulação de resultados em 5 exercícios fiscais anteriores, e ainda, a ação que havia valorizado mais de 100% de 2016 a 2018,

beneficiou e muito os executivos da época, que tinham opções da empresa (derivativos) como fonte de remuneração (JULIBON, 2020).

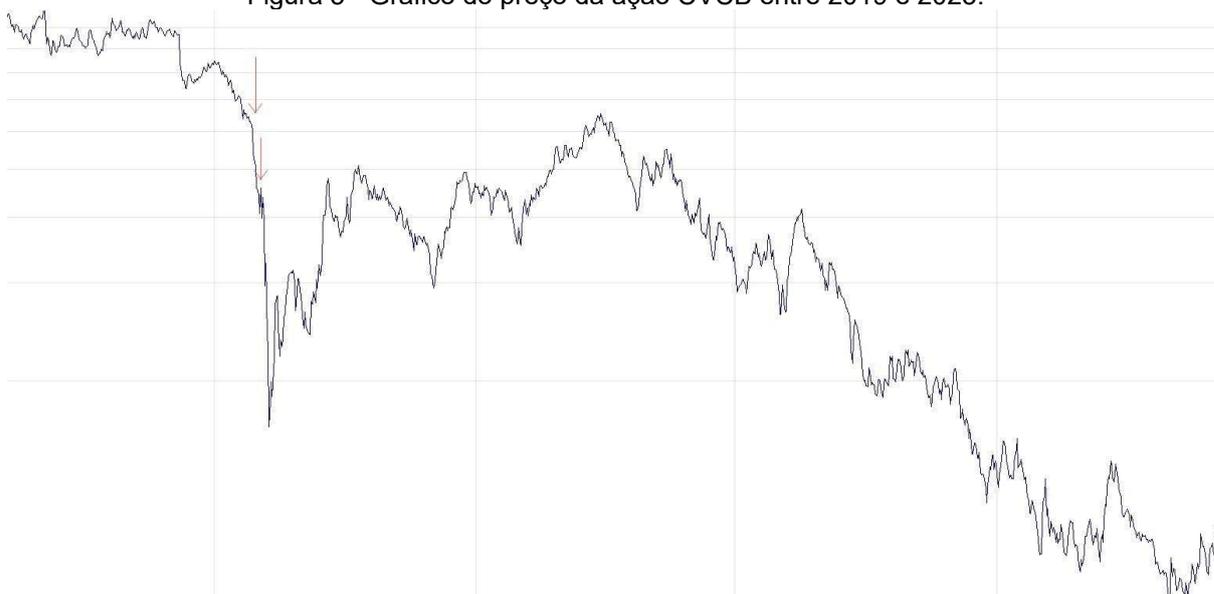
Pouco tempo depois, o até então presidente da companhia, Luiz Fogaça, renunciou seu posto, o que também foi visto com "maus olhos" pelo mercado e conseqüentemente, descontado no preço da ação, visto a queda brusca do papel no período. Outras informações prestadas pela companhia, na época, foram que esses erros poderiam ser pelas deficiências nos controles internos, e que as mesmas poderiam ter sido ocultadas pelo próprio quadro de colaboradores da CVC, e também por auditores internos. Por fim, o comunicado apresentado revelou que havia indícios não conclusivos de uma fraude (ORTEGA, 2023).

Abaixo tem-se as datas das divulgações dos Fatos Relevantes (D0 do estudo) e seus respectivos assuntos:

1. FR 1 - 28/02/2020 às 22:25 - "Esclarecimentos DFs": com "indícios de erros na contabilização de valores transferidos aos fornecedores de serviços turísticos referentes às receitas próprias de tais fornecedores."
2. FR 2 - 05/03/2020 às 20:14 - "Renúncia CEO".

A Figura 5 apresenta o gráfico do preço das ações da CVC Corp, entre os anos de 2019 e 2023.

Figura 5 - Gráfico do preço da ação CVCB entre 2019 e 2023.



Fonte: Elaborado a partir do Software Profit Pro (2023).

Observa-se pelo gráfico apresentado, que o preço das ações da CVC (CVCB3) de 2019 a 2023 apresenta variações significativas. A partir de 2020, a empresa do setor de turismo foi fortemente impactada pela pandemia do Covid-19, visto que as viagens nacionais e internacionais foram interrompidas. É possível ver esse efeito em seu preço, que entrou em desvalorização desde o início de 2020. Além disso, graficamente percebe-se uma queda quase em "linha reta" nas datas dos Eventos 1 e 2, representados pelas setas em vermelho.

A Tabela 7 apresenta a síntese dos resultados da estatística descritiva da janela de estimação e de eventos da CVC Corp no período analisado.

Tabela 7 - Estatística descritiva da janela de estimação e de eventos - CVC

		Janela de Estimação		Janela de Evento (-3 a -1)		Janela de Estimação (0 a 3)	
		Média	D.P	Média	D.P	Média	D.P
Evento 1	CVC	-0,26%	2,51	-6,72%	4,61%	-4,18%	4,71%
	IBOV	0,06%	1,13%	-3,56%	3,34%	1,00%	1,44%
Evento 2	CVC	-0,26%	2,51%	-4,95%	5,45%	-0,48%	14,86%
	IBOV	0,06%	1,13%	0,96%	1,76%	-3,77%	8,16%

Fonte: O autor (2023).

Se tratando das análises descritivas, na janela de estimação, percebe-se que a CVC tem um desvio padrão pouco mais de 1 ponto percentual do índice referência. Olhando para os desvios na janela de evento, estes ficaram muito mais distantes dos

desvios do IBOV, principalmente na janela de D0 a D3, em ambos os eventos analisados, e mais chamativo ainda no Evento 2, com um DP de 14,86%, indicando muita oscilação no preço de suas ações neste período.

A Tabela 8 apresenta os resultados da análise realizada para a avaliação dos retornos anormais e o valor t calculado por evento e dia da janela de evento.

Tabela 8 - Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento - CVC

Dia da janela	CVC	-3	-2	-1	0	1	2	3
28/02/20	RA	-2,55%	-3,38%	-0,99%	-2,85%	-13,56%*	-0,62%	-2,96%
	t	-1,18	-1,56	-0,45	-1,31	-6,28	-0,28	-1,37
05/03/20	RA	-13,56%*	-0,62%	-2,96%	-4,53%	18,61%*	-0,80%	3,40%
	t	-6,28	-0,28	-1,37	-2,10	8,62	-0,37	1,57

Fonte: O autor (2023).

* Nível de 1% de confiança.

Olhando para o resultado do cálculo dos retornos anormais, notadamente ambos eventos em D0 tiveram um retorno anormal e um t calculado menos significativo que D1. Isso se deve pelos FRs terem sido divulgados à noite. Portanto, o mercado reage no dia seguinte no horário do pregão. No primeiro evento analisado, o mercado reagiu fortemente (e de maneira) negativa aos indícios de erros reportados, com um RA calculado de -13,56%, ao nível de 1% de confiança. Os outros dias da janela do evento 1 apresentaram RAs todos negativos, mas à um nível de significância baixo.

No segundo evento analisado, vale destacar que a janela anterior a D0 foi sobreposta por D1, D2 e D3 do Evento 2, visto que o intervalo entre um FR e outro foi desses exatos 3 dias úteis. Portanto, no Evento 2, antes de D0, o mercado ainda estava descontando o acontecido no Evento 1. Em D1 a variação no preço das ações curiosamente apresentou RA positivo de 18,16%, com um t calculado de 8,625 (1% de confiança). Já nos dois dias seguintes da janela, não apresentou retorno negativo de forma significativa.

Uma hipótese do RA positivo observado em D1 pode ser pelo mercado muitas vezes ver com bons olhos uma troca de gestão, visto que um processo de reestruturação e uma nova visão é incorporada às estratégias da empresa, e neste caso, o novo Diretor Presidente eleito foi o Sr. Leonel Andrade, que ocupou por 15

anos o cargo executivo de gestão nas empresas Losango, Credicard e Smiles Fidelidade. Logo, em um curto intervalo de tempo, os investidores criaram boas expectativas em relação a esta alteração.

Porém, ao olhar uma janela de tempo maior (como demonstrado no gráfico do preço da ação apresentado na Figura 7), observa-se que isso não foi suficiente e os indícios de fraude foram mais fortes, podendo ter contribuído para uma queda expressiva, o que explica tal variação. Importante salientar que este pode ter sido apenas um dos fatores que contribuíram para essa desvalorização, tendo em vista que o ano de 2020 foi marcado pela pandemia do coronavírus, a qual impactou significativamente o setor de atuação da companhia.

4.5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados encontrados nesta pesquisa revelam que a qualidade do conteúdo informacional divulgado é capaz de influenciar significativamente nas decisões de investimentos do investidor. A qualidade do conteúdo informacional de demonstrativos contábeis está relacionada ao valor que ela gera para o usuário dessa informação, resultando no quanto ela consegue influenciar a sua tomada de decisão (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006; CRUZ, 2010; ARAÚJO; CALLADO, 2017). Isso está intimamente ligado à uma comunicação transparente, fidedigna, detalhada e confiável. Quando presente, tende a trazer mais confiança aos acionistas e demais usuários da informação, estabelecendo uma credibilidade frente ao mercado.

A transparência na comunicação estabelecida denota que a empresa está comprometida a prestar os devidos esclarecimentos dos fatos divulgados, além de deixar evidente as decisões tomadas e os planos de ação da companhia para mitigar os efeitos que aquele erro ou fraude contábil pode(m) causar. Isso, por sua vez, pode causar boas expectativas futuras para os acionistas, favorecendo a decisão da compra de seus papéis e de manutenção no investimento realizado na companhia.

Em contrapartida, também se evidenciou comunicados com poucas explicações claras dos fatos ocorridos, sem a evidenciação dos planos de ação estabelecidos para fortalecer os mecanismos de governança da empresa, e tomar as devidas providências para ajustar e mitigar os prejuízos decorrentes dos erros e/ou fraudes contábeis no patrimônio contábil da entidade. Tal comportamento gera uma desconfiança nos acionistas e uma incerteza quanto ao futuro da empresa. Logo, os investidores tendem a vender seus papéis daquela empresa, tendo em vista que, conforme explicam Hendriksen e Van Breda (1999), as informações contábeis são utilizadas para avaliar as expectativas de rentabilidade futuras e seus dividendos, e, portanto, tomar a decisão de investir ou não na mesma.

Estas evidências também sugerem que as organizações que negociam seus papéis em Bolsa de Valores (neste caso, na B3), podem diferir sua forma de comunicar fatos relevantes de inconsistências contábeis (em nível de qualidade e discricionariedade do conteúdo informacional), o que explica os resultados distintos identificados entre as empresas analisadas. Entende-se que, além da evidenciação compulsória das informações relevantes para a tomada de decisão dos investidores, a evidenciação voluntária atua para qualificar e promover a confiança do investidor na companhia. Portanto, um melhor detalhamento dos fatos e ações estabelecidas pode contribuir para que os investidores não vendam seus papéis, assimilem o comunicado apresentado e continuem a investir na organização, como observado nos papéis da empresa Via.

Estas reflexões são confirmadas pelos achados encontrados nos quatro casos analisados, em que se percebeu que os investidores reagiram de maneira distinta as informações divulgadas. Para cada resultado observado nos eventos analisados, foi necessário avaliar em detalhes o ocorrido, e também avaliar seu contexto geral, pois os resultados obtidos foram diferentes em termos de significância, como por exemplo, o retorno anormal do Evento 1 em D1 da Americanas, que foi de $-143,86\%$, com um t calculado de $-34,61$. Já para o Evento 1 da CVC, o RA obtido foi de $-13,56\%$, com t calculado de $-6,28$.

Portanto, estes achados revelam que para a análise dos casos de avaliação dos efeitos da divulgação de um fato relevante, a pesquisa deve ser complementada com uma análise qualitativa, como realizado nesta pesquisa. Estes resultados vão ao encontro da análise proposta por Davidson et.al. (1994), que afirmam que o mercado reage de forma diferente conforme a natureza e o grau de seriedade de cada fato ocorrido. Desta forma, não se vê da mesma maneira todos os casos de fraude ou indícios de fraude reportados, diante do conjunto de informações estabelecidas, o que explica o comportamento distinto de um determinado grupo de investidores, como observado nesta pesquisa.

De modo geral, a comunicação de fraude gera retornos anormais negativos. Isto porque ela fere os princípios básicos das informações contábeis, no que se refere à exatidão e a clareza destas, inclusive, e ainda, demonstrando uma representação inverídica da situação patrimonial da empresa (DEBASTIANI; IANESKO, 2008). Quando isto ocorre, atinge a capacidade dos usuários de utilizarem essas informações para avaliar a expectativa futura dos resultados da empresa. Por consequência, afetam sua credibilidade no mercado acionário.

Neste estudo, foi observado três empresas com retorno anormal negativo, ao menos no Evento 1, dentre as quatro empresas analisadas, corroborando para tal afirmação. O caso da Via, que teve o efeito contrário, observou-se que predominaram retornos anormais positivos.

Analisando os dispostos em cada comunicado, além de verificar um contexto geral, percebeu-se que o mercado reagiu de forma positiva pela expectativa do aprimoramento das políticas de governança corporativa reportadas pela Via, além da confiança na nova gestão instituída, visto que, até junho de 2019, a empresa possuía outra controladora, que por sinal sofreu de forma negativa com a incidência de tais efeitos (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020). A companhia tratou as denúncias e os acontecimentos com diligência, pois prontamente instaurou um Comitê de Investigação, contratou assessores independentes especializados e tomou as providências necessárias para os ajustes contábeis necessários, o que ocorreu imediatamente a partir das evidências e fraude encontradas.

Esse fato se repetiu no Evento 2 da companhia CVC, onde o FR tratava da renúncia do CEO, sendo que em D1 a ação apresentou retorno anormal positivo, reforçando tal percepção. A expectativa do aprimoramento na governança corporativa, com uma nova gestão ao caminho, e a agilidade e qualidade das informações divulgadas corrobora para a construção de uma percepção positiva aos olhos do investidor. Neste caso (CVC), verificou-se que isso ocorreu após a primeira divulgação constatando “indícios de erros”, o qual se observou um retorno anormal negativo. Portanto, se no primeiro evento a empresa não reagiu de acordo com o esperado pelo mercado (e seus investidores), o mesmo não ocorreu no evento subsequente.

Os resultados encontrados para a avaliação desse comportamento normal positivo são explicados por Farber (2005). Segundo o autor, após o acontecimento de uma fraude, as empresas que sofreram esse prejuízo tendem a melhorar os níveis de sua governança e comunicação com seus investidores. Portanto, o mercado pode reagir com boas expectativas futuras diante de tal investimento (FARBER, 2005).

Por fim, é importante considerar que muitas vezes os fatos relevantes vêm acompanhados de notícias e rumores divulgados na mídia, o que também pode influenciar a percepção dos investidores, da mesma forma que os próprios comunicados emitidos pela empresa. Por exemplo, o caso do IRB, que despencou em D0, quando veio uma notícia do ‘não’ do Warren Buffet, onde o grande investidor negou ter participação na composição acionária da empresa, e se obteve -39,57% de RA neste dia, apenas à noite ocorreu a comunicação do FR das denúncias de irregularidades, com o mercado reagindo no pregão seguinte (D1), com -14,60% de RA.

Em um mercado eficiente, os preços refletem rapidamente toda a informação disponível (FAMA, 1976, p. 177). Portanto, outras formas de comunicados como mídias sociais, notícias e rumores também são incorporados pelo mercado. Por isto, a necessidade de se avaliar além do fato relevante, e sim, o contexto geral da situação como um todo na empresa.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Esta seção apresenta as conclusões da pesquisa e as recomendações a estudos futuros.

5.1 CONCLUSÕES

Este trabalho avaliou os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis ou indícios de fraudes, na variação dos preços das ações de empresas listadas na B3. Para tanto, inicialmente foi necessário se identificar esses fatos relevantes, calcular o retorno anormal das ações e, por fim, verificar o impacto gerado (da comunicação de FR) no preço da ação. Para cumprir os objetivos foram escolhidas quatro principais empresas que sofreram com inconsistências contábeis e/ou fraudes nos últimos cinco anos. A partir disso, foram identificadas as janelas de estimação de cada empresa para aplicação da regressão linear simples e posterior utilização dos parâmetros obtidos para estimação das janelas de eventos, e, por fim, calcular os retornos anormais e suas significâncias estatísticas.

Os resultados obtidos demonstraram que os retornos anormais observados na janela de evento, sejam positivos ou negativos, dependem da expectativa do mercado em relação àquele acontecimento e cada uma das empresas analisadas. Verificou-se que o mercado não reage igualmente para todos os fatos relevantes comunicados, o que, ao menos em partes, é influenciado pelo teor de inconsistência e ações reportadas pela companhia, quando da comunicação do fato relevante.

Das quatro empresas analisadas, três apresentaram retorno anormal negativo, e uma apresentou retorno anormal positivo. Deste modo, é necessário avaliar como a empresa reagiu à essas inconsistências e quais medidas foram providenciadas e comunicadas ao mercado, bem como qual a qualidade do seu conteúdo informacional reportado, para compreender tais efeitos. Além disso, deve-se olhar para a empresa como um todo, e não necessariamente para o fato isolado, complementando os resultados quantitativos obtidos com uma análise qualitativa de cada caso, de modo a compreender as ações estabelecidas e o seu potencial de contribuição para o fortalecimento das estruturas de governança e controle da companhia.

Portanto, não se pode afirmar que em todos os casos o fato relevante irá causar um efeito negativo, de modo imediato no preço da ação, como evidenciado nesta pesquisa. Estes resultados revelam a importância da análise de eventos e seus efeitos no preço das ações, de modo que se possa melhor compreender os reflexos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3. Diante de tais resultados é possível concluir que a comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis apresenta efeitos diretos e significativos no preço das ações de empresas listadas na B3.

Nas companhias IRB Resseguros, Cvc Corp e Americanas, que apresentaram retorno anormal negativo, foi observado que seus fatos relevantes comunicados demonstravam incertezas e poucas explicações claras dos acontecimentos, isso gera insegurança no mercado em relação ao futuro da empresa, e, conseqüentemente, uma desvalorização nos seus papéis. Já a empresa Via (atual Grupo Casas Bahia), que apresentou retorno anormal positivo, percebeu-se que seus comunicados tinham descrições claras das medidas que estavam sendo tomadas, trazendo uma boa expectativa futura para os acionistas, pelo menos de forma momentânea em D0 e D1. Desta forma, pode-se inferir que a maior qualidade das ações estabelecidas e do conteúdo informacional reportado tendem a influenciar positivamente a percepção de um determinado grupo de investidores a respeito do futuro da companhia.

Este estudo apresenta algumas limitações, que restringem a generalização de seus resultados. Porém, revelam importantes evidências que ampliam os conhecimentos existentes sobre o tema. Avançam na produção de novas evidências que denotam a importância da qualidade das ações estabelecidas e dos comunicados reportados, como instrumentos de resposta a incidência de comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis e seus reflexos na variação do preço das ações de empresas listadas na B3.

Como contribuições desta pesquisa, percebeu-se que o mercado reage de alguma forma aos fatos relevantes com teor de indício de fraude, o que sugere a necessidade de qualificação da comunicação com investidores e a evidência clara de um conjunto consistente de ações de resposta a ocorrência de tais eventos. A análise qualitativa realizada dos comunicados analisados forneceu evidências de que o retorno anormal esteve ligado ao nível de detalhamento dos fatos ocorridos e das medidas que foram tomadas, o que denota a relevância da qualidade do conteúdo

informativa reportada pelas empresas.

As três empresas com RA negativo divulgaram fatos que deixaram incertezas e, possivelmente, trouxeram insegurança aos seus acionistas, o que explica tais resultados. Por outro lado, a companhia com RA positivo trouxe um comunicado mais detalhado e demonstrou com clareza as medidas que estavam sendo tomadas pela sua governança, o que reforça a necessidade de qualificação da comunicação organizacional estabelecida.

Portanto, pode-se inferir que uma baixa qualidade informativa de reporte de ações de respostas a tais eventos tende a não amenizar os possíveis efeitos negativos da comunicação de fato relevante de fraude contábil no preço das ações. Em contrapartida, maior qualidade e consistência podem, em alguma medida, atenuar tais efeitos. Tais achados revelam importantes contribuições teóricas e práticas ao campo de estudo.

5.2 RECOMENDAÇÕES A ESTUDOS FUTUROS

O trabalho está sujeito a algumas limitações, por ser desenvolvido com uma amostra pequena de quatro empresas, embora com recorte específico dos acontecimentos desejados para a análise proposta, que buscou avaliar especificamente os efeitos da comunicação de fatos relevantes de inconsistências contábeis na variação do preço das ações de empresas listadas na B3 nos últimos cinco anos, o que explica tal composição. Do mesmo modo, a pesquisa avalia tais relacionamentos com uso de regressão linear, não sendo objeto de análise a busca por um modelo econométrico robusto para se encontrar os melhores parâmetros de estimação de tais eventos. Tal metodologia aplicada é convergente a utilizada em outros estudos desenvolvidos sobre o tema, o que denota sua adequação aos propósitos deste trabalho (KRAUSPENHAR; ROVER, 2020).

Como sugestões de estudos futuros, recomenda-se analisar os efeitos de fatos relevantes em um grupo maior de empresas listadas em bolsa, além de abrir esta avaliação para qualquer tipo de fato relevante comunicado. Dessa forma, é possível avaliar em que medida a comunicação de diferentes tipos de fatos relevantes pode impactar no preço da ação, considerando o tipo de fato relevante comunicado ao mercado e a qualidade do seu reporte (conteúdo) informativo.

Avaliar tais aspectos em empresas listadas em bolsas de valores de outros países também podem indicar como o ambiente regulatório local e os aspectos culturais dos investidores interferem em sua percepção, diante de tal comunicação. Os efeitos do ambiente regulatório podem revelar indícios de ações que se tornam efetivas para assegurar um menor impacto no comportamento disfuncional das empresas diante de seus reportes contábeis, bem como de seus reflexos consequentes no retorno das ações junto a um grupo específico de investidores.

Por fim, recomenda-se ainda como estudos futuros a avaliação integrada dos efeitos da comunicação de fato relevante de fraude contábil (ou de outros comunicados reportados), por tipo de comunicado realizado, e ampliando seu escopo de análise aos efeitos das ações midiáticas veiculadas que exploram tais fatos (como redes sociais, jornais e televisão). Do mesmo modo, avaliar tais relações observando as divulgações obrigatórias por parte das companhias abertas (fatos relevantes, comunicados, etc.) e as comunicações dos órgãos reguladores aplicáveis do objeto de estudo (B3, CVM, SUSEP, entre outros). Com isso, espera-se avaliar se algum tipo de comunicação tem mais impacto que a outra no preço da ação da companhia. Tais aspectos se tornam oportunidades para a realização de novos estudos sobre o tema.

REF/ERÊNCIAS

ANBIMA E B3. **Relatório: Mercado de Capitais - caminho para o desenvolvimento** (Agenda Anbima e B3). Anbima. 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 18 jun. 2023.

ARAÚJO, Ricardo Henrique Miranda De Araújo; CALLADO, Antônio André Cunha. **Características Qualitativas da Informação Contábil: a Percepção de Profissionais de Controle Interno do Setor Público**. 2017. Anais. São Paulo: Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/17UspInternational/ArtigosDownload/169.pdf>. Acesso em: 29 nov. 2023.

B3. **Institucional**. B3. Brasil. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/. Acesso em: 10 mai. 2023.

B3. **Índice Bovespa (Ibovespa B3)**. B3. Brasil. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indicesamplos/ibovespa.htm. Acesso em: 17 mai. 2023.

BENNINGA, Simon. **Financial Modeling, fourth edition**. 4 ed. London, England; Cambridge, Massachusetts: MIT Press, v. 1, f. 572, 2014. 1143 p.

BINDER, John J. **The Event Study Methodology**. Review of Quantitative Finance and Accounting. Chicago, IL, 1969.. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/5157403_The_Event_Study_Methodology_Since_1969. Acesso em: 9 jun. 2023.

BONOTTO, Pietro Vinicius. **As Fraudes Contábeis da Enron e Worldcom e seus Efeitos nos Estados Unidos**. Porto Alegre, 2010 Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BORGERTH, Vania Maria da Costa. **SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley : um caminho para a informação transparente**, f. 58. 2011. 115 p.

BORGES, Ana Paula; FERREIRA, Carlos Renato (Coord.). **A IMPORTÂNCIA DA CONTABILIDADE NO MERCADO FINANCEIRO PARA OS INVESTIDORES PESSOA FÍSICA**. Goiás, 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) - Centro Universitário de Anápolis. Disponível em: <http://repositorio.aee.edu.br/handle/aee/8201>. Acesso em: 18 jun. 2023.

BRASIL. **Funcionamento do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como->. Acesso em: 17 mai. 2023.

BRITO, Osias. **Mercado Financeiro**. Saraiva Educação S.A., v. 3, 2019. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788571440258/>. Acesso em: 18 mai. 2023.

CAMPBELL, John Young.; LO, Andrew Wen-Chuan; MACKINLAY, Archie Craig. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CHEIN, Flávia. **Introdução aos modelos de regressão linear**: um passo inicial para compreensão da econometria como uma ferramenta de avaliação de políticas públicas. Brasília: Enap, 2019.

CHEN, Ming-Hsiang; JANG, SooCheong (Shawn); KIM, Woo Gon. **The impact of the SARS outbreak on Taiwanese hotel stock performance**: An event-study approach, v. 26. 2006. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278431906000041?via%3Dihub>. Acesso em: 6 jun. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Colegiado**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários: RESOLUÇÃO CVM Nº 44, DE 23 DE AGOSTO DE 2021, 11 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2023.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamentos**. Apresentação das demonstrações contábeis - CPC 26: Data da divulgação: 15/12/2011. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>. Acesso em: 18 jun. 2023.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamentos**. Estrutura Conceitual para elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro – CPC 00: Data da divulgação: 10/12/2019. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>. Acesso em: 18 jun. 2023.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Normas Brasileiras de Contabilidade**. NBC TA 240 – RESPONSABILIDADE DO AUDITOR EM RELAÇÃO A FRAUDE, NO CONTEXTO DA AUDITORIA DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS. Disponível em: https://cfc.org.br/wpcontent/uploads/2018/04/Publicacao_NBC_TA_AUDITORIA.pdf. Acesso em: 18 jun. 2023.

DA SILVA, Lino Martins. **Afinal o que é uma fraude contábil?** 2010. Disponível em: <https://linomartins.wordpress.com/2010/02/20/afinal-o-que-e-uma-fraude-contabil/>. Acesso em: 25 mai. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas 2**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAVIDSON, Wallace N.; WORRELL, Dan L.; LEE, Chun I. **Stock market reactions to announced corporate illegalities**. J Bus Ethics. 1994 p. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/BF00881667>. Acesso em: 8 jun. 2023.

DEBASTIANI, Sandra; IANESKO, José Augusto. **FRAUDES CONTÁBEIS E SUAS INFLUÊNCIAS NOS ESCÂNDALOS FINANCEIROS**. Revista Eletrônica Lato Sensu. 2008. Disponível em: <https://docplayer.com.br/197374043-Fraudes-contabeis-e-suas-influencias-nos-escandalos-financeiros.html>. Acesso em: 6 jun. 2023.

DE FREITAS, Ricardo. **O Que é Fraude Contábil e quais são suas Punições**. Disponível em: <https://www.jornalcontabil.com.br/o-que-e-fraude-contabil-e-quais-sao-suas-punicoes/>. Acesso em: 18 jun. 2023.

ELDER, Alexander. **Come Into My Trading Room: Come into my trading room**. Tradução Elsevier Ltda. 15 ed. Rio de Janeiro, 2006. Tradução de: Come Into My Trading Room: A Complete Guide to Trading.

FACCINI, Leonardo. **Série Provas & Concursos - Mercado De Valores Mobiliários**. Grupo Gen, 2015. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/978-85-309-6710-9/>. Acesso em: 16 nov. 2023.

FAMA, Eugene Francis *et al.* The Adjustment of stock prices to new information. **Internacional Economic Review**, v. 10, Feb 1969.

FARBER, David Benedict. **Restoring trust after fraud: does corporate governance matter?** The Accounting Review, v.80, n.2, p.539-561, 2005. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.485403>. Acesso em: 29 nov. 2023.

FAUSTINO, Caio César Ribeiro. **O IMPACTO DAS NOTÍCIAS NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO**. São Paulo, 2013 Dissertação (Economia) - Fundação Getúlio Vargas.

FERGUSON, Niall. **A ascensão do dinheiro: A história financeira do mundo**. São Paulo, Brasil: Planeta do Brasil, 2009.

FERREIRA, Aghata Frade; BORBA, José Alonso; WUERGES, Artur Filipe Ewald. **O QUE DIZEM AS PESQUISAS EMPÍRICAS SOBRE FRAUDES CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE DAS PRINCIPAIS REVISTAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE**. Florianópolis, 2013.

FICH, Eliezer M.; SHIVDASANI, Anil. **Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth**. AFA 2006 Boston Meetings Paper. 2006 p. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=687412> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.687412>. Acesso em: 8 jun. 2023.

PRODANOV, Cleber Cristiano; DE FREITAS, Ernani Cesar. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico - 2ª Edição**. Editora Feevale, f. 139, 2013. 277 p.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de Pesquisa**. PLAGEDER, v. 1, f. 61. 122 p.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUIDE. **Quais são os melhores indicadores de tendência para suas operações**. Guide Investimentos. 2022. Disponível em: <https://conteudos.guide.com.br/textos/indicadores-de-tendencia/>. Acesso em: 18 mai. 2023.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade**. Grupo Gen, 1999. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559770250/>. Acesso em: 21 jun. 2023.

JULIBONI, Márcio. **CVC: erros contábeis somam R\$ 362 milhões e empresa vê indícios de fraude**. Money Times. 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/cvc-erros-contabeis-somam-r-362-milhoes-e-empresa-ve-indicios-de-fraude/>. Acesso em: 15 nov. 2023.

KIRCH, Guilherme. **ESTUDO DE EVENTOS, ESTIMAÇÃO DO RETORNO ESPERADO E AS CONDIÇÕES DE MERCADO**. ConTexto – Contabilidade em Texto, Porto Alegre, v. 19, n. 41, 2019. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/94296>. Acesso em: 29 nov. 2023.

KOTHARI, S. P. **Capital markets research in accounting**. Cambridge, MA. Journal of Accounting and Economics, 2001, p. 105 - 231. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7487020/mod_resource/content/7/Mercado%20de%20Capitals%20e%20informa%C3%A7%C3%B5es%20cont%C3%A1beis/Kotharei_2001_Capital%20markets%20review%20paper%20JAE%20journal%20version.pdf. Acesso em: 9 jun. 2023.

KRAUSPENHAR, João Henrique; ROVER, Suliani. **A relevância da fraude contábil ocorrida na Via Varejo S.A.: um estudo de eventos**. Revista Brasileira de Administração Científica, v.11, n.3, p.242-257, 2020. DOI: <http://doi.org/10.6008/CBPC2179-684X.2020.003.0017>.

LEMOS, Flavio. **Análise Técnica dos Mercados Financeiros - Um guia completo e definitivo dos métodos de negociação de ativos - 3ª edição 2022**. Saraiva Educação S.A., v. 3, f. 354, 2022. 708 p. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786587958002/>. Acesso em: 17 mai. 2023.

SILVA, João Pedro Mello. **As empresas da bolsa que já foram acusadas de fraude contábil**. Dica de Hoje Research. 2023. Disponível em: <https://dicadehoje7.com/acoes/as-empresas-da-bolsa-que-ja-foram-acusadas-de-fraude-contabil/>. Acesso em: 11 nov. 2023.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; DE ALMEIDA, José Elias Feres; DORNELLES, Olivia Mauricio. **Os Mercados Acionários Internacionais Reagem Mais às Demonstrações Contábeis ou às Notícias? O Caso do Escândalo do Banco HSBC**. Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 18, dez 2016. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/2943/2377>. Acesso em: 6 jun. 2023.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa**. 2021. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597026610/>. Acesso em: 4 jun. 2023.

MIATO, Bruna. **Via Varejo, Via, Grupo Casas Bahia: por que a empresa vai mudar de nome de novo?**. G1. 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2023/09/20/via-varejo-via-grupo-casas-bahia-por-que-a-empresa-vai-mudar-de-nome-de-novo.ghtml>. Acesso em: 11 nov. 2023.

MURPHY, John J. **Análise Técnica do Mercado Financeiro**. Tradução: Editora Alta Books. 2021. Tradução de: Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788550816944/>. Acesso em: 18 mai. 2023.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**, f. 151. 2005. 302 p. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597028171/>. Acesso em: 15 mai. 2023.

OLIVEIRA, Karine Gonzaga de; NAVES, Letícia Ferreira de Lima. **Fraudes Contábeis: uma abordagem ética, tipológica e suas implicações na sociedade**. **Revista Mineira de Contabilidade**, 2016. Disponível em: <https://revista.crcmg.org.br/rmc/article/view/357>. Acesso em: 18 jun. 2023.

ORTEGA, Fabiana. **Ao menos quatro empresas listadas na B3 já tiveram rombo contábil; relembre**. InvestNews. 2023. Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/ao-menos-quatro-empresas-listadas-na-b3-ja-tiveram-rombo-contabil-relembre/>. Acesso em: 1 nov. 2023.

REUTERS. **IRB Brasil despenca 25% após Warren Buffett negar possuir ou desejar ter ações**. Money Times. 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/holding-do-megainvestidor-buffett-nega-ser-acionista-do-irb-brasil-e-afirma-que-nao-pretende-ser/>. Acesso em: 29 nov. 2023.

REVISTA EXAME. **Como o Ibovespa é calculado?**. Revista Exame. Brasil, 2021. Disponível em: <https://exame.com/invest/guia/como-o-ibovespa-e-calculado/>. Acesso em: 10 mai. 2023.

ROCHA, Irani *et al.* **Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação**. São Paulo - SP, Brasil: Rege, v. 19, 2012, p. 327-340.

Disponível em:

<https://www.revistas.usp.br/rege/article/download/49903/54015/61516>. Acesso em: 13 jun. 2023.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Pilar Baptista. **Metodologia de pesquisa**. 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788565848367/>. Acesso em: 4 jun. 2023.

SANTOS, Sônia Freire Sindeaux.; FUNCHAL, Bruno; NOSSA, Silvania Nossa. **Irregularidades e o valor de mercado das empresas**. Revista de Administração Mackenzie, 21(6), 1–24. DOI:10.1590/1678-6971/ eRAMD200057. São Paulo, 2020. Acesso em: 18 jun. 2023.

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho et al. **TEORIA DOS ESCÂNDALOS CORPORATIVOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE CASOS BRASILEIROS E NORTEAMERICANOS**. Revista de Contabilidade, Rio de Janeiro, v. 17, 2012 Dissertação (Ciências Contábeis) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.epublicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5406> . Acesso em: 18 jun. 2023.

TREIGER, José Marcos. **Introdução à relações com investidores**: um guia prático e conciso sobre a comunicação com o mercado de capitais. Alta books, 2021. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555206128/>. Acesso em: 16 nov. 2023.

AGÊNCIA O GLOBO. Entenda em 9 pontos como funcionava o esquema de fraude da Americanas de R\$ 20 bilhões. **O Globo**, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://www.folhape.com.br/economia/entenda-em-9-pontos-como-funcionava-o-esquema-de-fraude-da-americanas/275331/>. Acesso em: 15 nov. 2023.

WARREN INVESTIMENTOS. **O que é valor de mercado**. Warren Magazine. 2022. Disponível em: <https://warren.com.br/magazine/o-que-e-valor-de-mercado/#:~:text=O%20que%20%C3%A9%20valor%20de%20mercado&text=Valor%20de%20mercado%20%C3%A9%20o,pre%3%A7o%20atual%20de%20cada%20papel>. Acesso em: 18 jun. 2023.

XP. **Indicadores de Tendência: o que são e quando eles são favoráveis?**. XP Educação. 2022. Disponível em: <https://blog.xpeducacao.com.br/indicadores-detendencia/#:~:text=Basicamente%2C%20os%20indicadores%20de%20tend%C3%Aancia,encontram%20boas%20oportunidades%20de%20investimento>. Acesso em: 18 mai. 2023
