2 Revisão da literatura

2.1. Eficiência do mercado

A eficiência do mercado é um tema bastante discutido e revisado pela literatura financeira, como por exemplo, em Brigham (1989). A teoria em si é a chamada de Teoria da Eficiência do Mercado, que possui três níveis ou formas, conforme segue:

- **Forma Fraca** – Onde as variações nos preços dos ativos no passado guiam os preços correntes. Entretanto as variações recentes não podem ser explicadas, e nem usadas para determinar uma tendência;
- **Forma Semi-Forte** – Neste estágio assume-se que todas as informações referentes aos ativos são públicas e integralmente transferidas aos preços das mesmas no momento de sua publicação. Entretanto, observa-se a ocorrência de variações que podem ser explicadas por acesso de alguns à informações privilegiadas, gerando variações de preço e retornos anormais;
- **Forma Forte** – Aqui assume-se que todas as informações referentes aos ativos, sejam estas públicas ou privadas, estão refletidas em seu valor, inexistindo a possibilidade da obtenção de retornos anormais em função da divulgação de informações.

Neste estudo avalia-se a Teoria da Eficiência de Mercado através da análise da divulgação de um fato num meio de comunicação importante sobre o valor das ações das empresas abordadas nestas notícias. Se a publicação resultar num movimento anormal, pode-se dizer que não havia prévio conhecimento do evento,

portanto indicaria um mercado que não seria enquadrado na Forma Forte da teoria. Outra análise também a ser realizada é o tempo de assimilação da notícia ao preço da ação, que pode ser instantâneo (Forma Forte), ou lento (Forma Semi-Forte).

Este estudo portanto, tentará realizar uma ligação entre a teoria, proporcionando indícios sobre a forma de eficiência do mercado.

2.2. Estudos de evento

Um estudo de evento tem como objetivo avaliar quais os impactos de determinados acontecimentos sobre o valor ou rendimento de ativos. Para isso são analisadas as diversas variáveis impactadas pelo evento. No mercado financeiro a forma mais comum é a análise de eventos sobre o valor das empresas, facilmente obtido pelo valor das ações das mesmas transacionado no mercado secundário, ou bolsa de valores. É nesta área em que se encontra a maior parte dos estudos e das análises de eventos, através também de diversas metodologias e variáveis. Neste segmento do trabalho faz-se uma revisão dos vários estudos neste sentido.

Vários estudos foram publicados com foco semelhante ao adotado neste trabalho. Em Brooks, Patel e Su (BTS - 2003), os autores analisaram o impacto da veiculação de notícias negativas e inesperadas no valor das ações, com foco nos minutos seguintes à ocorrência do evento. Este trabalho é interessante pois avalia acontecimentos inesperados e de grande divulgação pública, como acidentes e catástrofes, portanto automaticamente excluídos de uma forma de eficiência fraca de mercado. Este estudo avaliou tanto o impacto no preço quanto no volume das ações e no valor das transações, e concluiu que se o evento ocorrer durante o pregão a reação é mais lenta, mas se o evento ocorrer num horário em que o pregão estiver fechado, a reação será forte no momento da abertura do mercado. Outro interessante resultado é o impacto positivo nas ações das empresas concorrentes.

No estudo de Liu, Smith e Syed (LSS-1990), analisou-se se uma coluna editorial do *Wall Street Journal* com recomendações de compra ou venda de ações teria efeito no valor destas. A metodologia aplicada neste estudo foi a dos Retornos Anormais, e identificou uma relação significativa entre a recomendação

do editorial e o valor das ações, principalmente dois dias antes da edição, o que claramente demonstrava uma situação de informação privilegiada, ou forma fraca de eficiência de mercado.

A publicação de Arnold, Earl e North (2007), divulgou um trabalho semelhante ao proposto pelo presente estudo, pois avaliou o efeito de matérias de capa de revistas semanais, tais como *Business Week*, *Fortune* e *Forbes*, sobre o valor das empresas. A conclusão da análise indicou que quando a matéria é publicada na revista, seja ela positiva ou negativa, o impacto da notícia já está refletido no valor das empresas.

Em Bhattacharya, Daouk, Jorgenson e Kehr (BDJK - 1999), travou-se uma análise detalhada do comportamento das ações no mercado mexicano e notícias relacionadas a estas na mídia, com intuito de analisar a ocorrência de informação privilegiada, o que pôde ser comprovado no estudo.

No trabalho apresentado por Chan (2003), foi construída uma análise entre movimentações de ações e notícias veiculadas sobre estas. Nele o autor confirma a tese de que o investidor se comporta de duas formas em relação ao veículo da notícia. Se a notícia é recebida através de uma grande mídia, como jornal, o investidor tem um comportamento menos agressivo, e mais agressivo se na notícia é difundida através de um meio mais restrito.

Ainda com relação a estudos relacionando notícias e valor das ações, temos o trabalho conduzido por Aitken, Frino, McCorry e Swan (1998), focado no impacto dos eventos sobre o movimento “intra-day” da bolsa de valores australiana, onde não foi identificado um movimento anormal das ações no dia anteriores às notícias.

Em Perobelli e Ness Jr. (2000), se avaliou o impacto da divulgação de resultados de lucros trimestrais inesperados sobre o valor das ações brasileiras. Concluiu-se que o mercado responde positivamente, através da valorização das ações, na ocorrência de um evento positivo ou favorável, mas o mesmo não se confirmou para os eventos neutros ou negativos.

No estudo realizado por Conrad, Cornell and Landsman (2002), identificou-se que o mercado tem uma reação mais forte para notícias negativas em momentos positivos, e também que a reação do mercado para eventos positivos tem um movimento mais brando.

Outros estudos de eventos publicados avaliaram o impacto de fatos semelhantes sobre o valor ou rentabilidade das ações. Em Pearce e Roley (1985), avaliou-se a influência do anúncio de taxas de inflação, juros e desemprego. A única evidência de impacto negativo foi para anúncios de aumento das taxas de juros. Em Lorraine, Collison e Power (2004), analisou-se o impacto de questões ambientais, como multas ou notificações. Neste estudo não foi identificada relevância do evento para o valor das ações das empresas no dia do anúncio, porém avaliou-se um possível vazamento de informações uma semana antes da divulgação. Já Nicolau e Sellers (2001), realizaram um interessante estudo que avalia o impacto da obtenção do certificado de qualidade sobre o valor das ações das empresas. Neste estudo foi comprovada a relação positiva entre a divulgação da obtenção do certificado ISO-9000 ao valor das ações das empresas qualificadas. Em Burton, Lonie e Power (1999), foi analisado o impacto de anúncios de investimentos em ativos feitos pelas empresas, mas somente os investimentos em *joint-ventures* reverteram em valorização das ações. Em Camargos e Barbosa (2006), estudou-se o impacto da adesão das empresas aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Neste trabalho identificou-se que a adesão de empresas aos níveis de governança corporativa não trazem maior valor às ações, porém produzem uma maior liquidez às mesmas.

Um outro grupo de trabalhos visa a metodologia do estudo de evento, como em Lamounier e Nogueira (2004) que discursam sobre a metodologia que guiou o presente estudo, também detalhada em Seiler (2004), e Camargos e Barbosa (2003). Esta metodologia avalia o retorno das ações em relação ao mercado, antes e após o evento, na tentativa de identificar retornos anormais.