



## REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 15, n. 1, Jan./Jun., 2023

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 17.04.2021. Revisado por pares em: 03.01.2022. Reformulado em: 20.06.2022. Avaliado pelo sistema double-blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2023v15n1ID24899

**A relevância dos fatos relevantes: um estudo das empresas do novo mercado que compõem o Índice Bovespa (IBOV [B]<sup>3</sup>)**

**The relevance of material facts: a study of the new market companies that make up the Bovespa Index (IBOV [B]<sup>3</sup>)**

**La relevancia de los hechos materiales: un estudio de las empresas del novo mercado que conforman el índice Bovespa (IBOV [B]<sup>3</sup>)**

### Autores

#### Jéssika Vieira Gomes

Mestre em Contabilidade pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE-UFG, Brasil. Endereço: Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE-UFG. Goiânia - Goiás – Brasil, CEP: 74690-900. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2392-4145>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7533710747322021>

E-mail: [jessika1310@yahoo.com.br](mailto:jessika1310@yahoo.com.br)

#### Carlos Henrique Silva do Carmo

Doutor em Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP), Brasil. Endereço: Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE-UFG. Goiânia - Goiás – Brasil, CEP: 74690-900. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9397-8678>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1859940699823861>

E-mail: [chscarmo@ufg.br](mailto:chscarmo@ufg.br)

### Resumo

**Objetivo:** Analisar como as divulgações das diferentes categorias de Fatos Relevantes (FRs) influenciam no retorno das companhias do Novo Mercado (NM) integrantes do IBOV no período de 2014 a 2017.

**Metodologia:** A amostra da pesquisa é composta por 40 empresas do Novo Mercado (NM), analisadas de 2014 a 2017; foram divulgados 919 FRs, após adequações metodológicas analisaram-se 621 FRs. Os dados foram coletados na base de dados da Economática<sup>®</sup> e utilizou-se a técnica de Estudo de Evento.

**Resultados:** Após a análise dos 621 FRs, constatou-se que há diferença de relevância entre as categorias de FRs divulgadas, sendo a categoria com maior frequência de divulgação a relacionada a Fusões e Aquisições (F&A), no entanto, a categoria que apresentou proporcionalmente eventos mais significativos foi a de Celebração/alteração/rescisão de acordo de acionistas. Além disso, apesar de todos os fatos terem apresentados eventos significativos, os testes não paramétricos de proporções evidenciaram que não há diferença entre os Retornos Anormais Acumulados significativos e não significativos para categorias de Mudança de Diretoria; Mudança de Critérios Contábeis; Lucro/Prejuízo da Companhia e Projeções.

**Contribuições do Estudo:** Estes resultados ao confirmarem que há diferença de relevância entre as categorias de FRs da ICVM 358, contribuem com a difusão do conhecimento sobre o assunto apresentando novas evidências e possíveis esclarecimentos sobre a temática. Além disso, mesmo tendo estudos que analisaram os FRs, não há na literatura brasileira análise das categorias de forma conjunta utilizando o retorno e o volume das ações, este trabalho busca preencher esta lacuna.

**Palavras-chave:** Fato Relevante, Retorno Anormal Acumulado (RAA), Estudo de Evento

#### Abstract

**Objective:** To analyze how the disclosures of the different categories of Material Facts (FRs) influence the return of companies in the Novo Mercado (NM) that are part of the IBOV in the period from 2014 to 2017.

**Methodology:** The research sample is composed of 40 companies from the Novo Mercado (NM), analyzed from 2014 to 2017; 919 FRs were disclosed, after methodological adjustments, 621 FRs were analyzed. Data were collected from the Economática© database and the Event Study technique was used.

**Results:** After analyzing the 621 FRs, it was found that there is a difference in relevance between the categories of FRs disclosed, with the category with the highest frequency of disclosure being related to Mergers and Acquisitions (M&A), however, the category that presented proportionally the most significant events were the celebration/amendment/termination of a shareholders' agreement. Furthermore, despite all the facts having presented significant events, the non-parametric tests of proportions showed that there is no difference between significant and non-significant Cumulative Abnormal Returns for categories of Change of Board; Change of Accounting Criteria; Company's Profit/Loss and projections.

**Contributions of the Study:** These results, when confirming that there is a difference in relevance between the categories of FRs of ICVM 358, contribute to the dissemination of knowledge on the subject, presenting new evidence and possible clarifications on the subject. In addition, even having studies that analyzed the FRs, there is no analysis of the categories in the Brazilian literature jointly using the return and the volume of the shares, this work seeks to fill this gap.

**Keywords:** Material Fact, Accumulated Abnormal Return (AAR), Event Study

## Resumen

**Objetivo:** Analizar cómo las revelaciones de las diferentes categorías de Hechos Relevantes (FR) influyen en la rentabilidad de las empresas del Novo Mercado (NM) que forman parte del IBOV en el período 2014 a 2017.

**Metodología:** La muestra de investigación está compuesta por 40 empresas del Novo Mercado (NM), analizadas de 2014 a 2017; Se divulgaron 919 FR, luego de ajustes metodológicos se analizaron 621 FR. Los datos fueron recolectados de la base de datos Economática© y se utilizó la técnica de Estudio de Eventos.

**Resultados:** Luego de analizar los 621 FRs, se encontró que existe diferencia de relevancia entre las categorías de FRs divulgadas, siendo la categoría con mayor frecuencia de divulgación la relacionada con Fusiones y Adquisiciones (M&A), sin embargo, la categoría que presentó proporcionalmente Los hechos más significativos fueron la Celebración/modificación/extinción de un pacto parasocial. Además, a pesar de haber presentado todos los hechos hechos significativos, las pruebas no paramétricas de proporciones demostraron que no existe diferencia entre Rendimientos Anormales Acumulados significativos y no significativos para las categorías de Cambio de Directorio; Cambio de Criterio Contable; Ganancias/pérdidas de la empresa y; proyecciones.

**Aportes del Estudio:** Estos resultados, al constatar que existe diferencia de relevancia entre las categorías de FR de la ICVM 358, contribuyen a la difusión del conocimiento sobre el tema, presentando nuevas evidencias y posibles aclaraciones sobre el tema. Además, aun teniendo estudios que analizaron los FR, no existe un análisis de las categorías en la literatura brasileña utilizando conjuntamente el retorno y el volumen de las acciones, este trabajo busca llenar ese vacío.

**Palabras clave:** Hecho Relevante, Rentabilidad Anormal Acumulada (TAA), Estudio de Sucesos

## 1. Introdução

Os gestores das empresas, os responsáveis pela elaboração das demonstrações financeiras, os investidores, o Governo, os conselhos de administração, os órgãos reguladores e os demais *stakeholders* requerem informações relevantes para subsidiar seus processos decisórios. A competitividade do mercado de capitais, no qual parte das grandes empresas estão inseridas, torna necessário que elas divulguem informações úteis e de qualidade, com o objetivo de se tornarem mais atrativas e confiáveis aos investidores e credores (Avelino & Takamatsu 2017; Doná, Marques, Moribe, & Junior, 2015; Kirch, Lima & Terra, 2012; Paixão, Rodrigues, 2012).

Pensando nisso, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis apresenta, em sua estrutura conceitual, que a relevância da informação contábil-financeira é uma das características fundamentais para a elaboração e para a apresentação das demonstrações financeiras. A informação terá relevância caso seja capaz de fazer diferença nas decisões tomadas pelos usuários, influenciando a decisão positivamente, negativamente ou de forma neutra, além de confirmar (ou rejeitar) a percepção anterior ao fornecimento da informação (CPC, 2019).

Dessa forma, a utilidade da informação financeira depende da relevância que lhe é dada pelos seus usuários (Silva & Felipe, 2010; Silva, Silva & da Costa Marques, 2012; Doná et al.,

2015). Na literatura, uma informação é considerada relevante quando sua divulgação possuir uma associação com valores de mercado das ações da empresa que é objeto dessa informação (Barth, Beaver, & Leandsman, 2001; Holthausen & Watts, 2001; Kajuter & Nienhaus, 2017; Macedo et al., 2011; Machado et al., 2016).

Além das informações divulgadas nas demonstrações financeiras e nas notas explicativas (NE), as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) são obrigadas a divulgar os Fatos Relevantes (FRs) que possam alterar a percepção dos investidores da empresa sobre a sua situação econômico-financeira ou sua gestão, conforme está regulamentado na Instrução nº 358 de 2002 emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

FRs são textos narrativos, elaborados pela administração da empresa, que informam aos agentes sobre eventos importantes ocorridos na organização, tais como: alteração de posição acionária dos sócios, renegociação de dívidas, outorga de plano de opções de ações, processos de fusão, cisão ou aquisição de controle, recompra de ações, entre outros que tenham o potencial de influenciar o julgamento dos stakeholders sobre a empresa (CVM, 2002; LSA, 1976)

A SEC (*Securities and Exchange Commission*) salienta sobre a importância da explicação narrativa adicional aos relatórios contábeis, argumentando que apenas a apresentação numérica ou as notas explicativas são insuficientes para o julgamento correto pelos investidores sobre a situação atual e sobre o desempenho futuro de uma organização (Amir & Lev, 1996; SEC, 2003).

Os estudos sobre FRs têm duas abordagens: a primeira é a investigação sobre o teor informacional (Bernardes et al., 2018; Fernandes, 2009; Loures, Gonçalves, & Pardini, 2017; Sena et al., 2009; Silva, & Fernandes, 2009; Silva & Felipe, 2010; Silva, 2010; Souza, 2006), que objetiva analisar o conteúdo informacional de determinado FR. A segunda abordagem, a qual este estudo se relaciona, investiga a relevância da divulgação do FR nos valores mobiliários (Alves & Zotes, 2016; Bergmann et al., 2015; Ferreira, 2010; Lerman, & Livnat, 2009; Marques et al., 2011; Pinheiro, 2014), e busca analisar o impacto da divulgação dos FRs nos preços ou nos retornos das ações.

Os resultados das pesquisas sobre FRs possuem resultados incongruentes, indicando para alguns tipos de fato sua relevância para o mercado de capitais; enquanto para outros, essa relevância não é reportada (de Andrade Mota, 2022). Embora existam pesquisas que mostram que determinada categoria de FR possui relevância (Kos, Barros, & Colauto, 2017; Machado et al., 2013; Matsumoto et al., 2018), existem outras que evidenciam o contrário (Bergmann et al., 2015; Bernardes et al., 2018; Pinheiro, 2014).

Contudo, tanto as pesquisas internacionais, de Lerman e Livnat (2009), a qual considerou as diferentes categorias do FORM-8K, quanto a de Kos et al. (2017), no âmbito nacional, que considerou apenas fatos relativos a eventos subsequentes, trazem indícios de que os fatos divulgados pelas empresas podem apresentar características distintas de relevância e de significância, conforme a sua categoria.

As pesquisas sobre FRs, em sua maioria, trabalham com um ou outro tipo de FR e investigam apenas o seu impacto no retorno das ações das companhias (Machado et al., 2013; Matsumoto, Baraldi, & Jucá, 2018; Pimenta, Marques & Macedo, 2016; Pinheiro, 2014) ou seja, não exploram as categorias de FRs em conjunto e nem utilizam outras métricas para verificar a relevância.

As pesquisas anteriores sugerem que a divulgação dos diferentes FRs exigidos pelo regulador têm impacto distinto nos processos decisórios dos usuários das informações das empresas. Essas pesquisas indicam ainda que a reação do mercado aos fatos não é clara devido à existência de várias categorias de fatos requeridos, podendo elas terem relevâncias

diferenciadas. Nota-se que, as pesquisas que abordam FRs, no Brasil, são reduzidas e analisam isoladamente apenas algumas categorias da Instrução 358 da CVM e por isso não investigam o seu conjunto e não diferenciam os assuntos tratados.

Nesse sentido, considerando que as divulgações de informações financeiras representam custos significativos para as empresas (Lopes, 2002; Gamerschlag, Moller, & Klaus, 2011) e que tais divulgações, para serem úteis devem ter relevância para seus usuários (Cappellesco, Rocha, & Dantas, 2017; Lopes et al., 2007; Silva et al., 2012), a presente pesquisa busca responder à seguinte pergunta: **Como as divulgações das diferentes categorias de FRs influenciam no retorno das companhias do Novo Mercado (NM) que compõe o índice Bovespa no período de 2014 a 2017?** O objetivo desta pesquisa é analisar como as divulgações das diferentes categorias de FRs influenciam no retorno das companhias do Novo Mercado (NM) integrantes do IBOV no período de 2014 a 2017.

As pesquisas que investigam o efeito de divulgação de determinado evento no mercado de capitais (Estudo de Eventos), necessitam considerar a complementaridade de informações sobre o volume e sobre o retorno das ações, de maneira a corretamente identificar o impacto de tais eventos (Cready, & Hurtt, 2002). Além disso, o excesso do volume de negociação pode estar relacionado a algo relevante que aconteceu na companhia, sendo que uma das condições necessária para a movimentação dos preços é o volume de negociação positivo (Ferreira, 2010; Gurgul, Majdosz, & Mestel, 2005).

As contribuições deste estudo vão ao encontro das discussões realizadas sobre *Disclosure Initiative-Principles of Disclosure* capitaneadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), que ressaltam três principais preocupações dos investidores sobre a atual prática de divulgação financeira das empresas: a existência de informação relevante insuficientemente divulgada, a divulgação demasiada de informação irrelevante e a comunicação ineficaz das informações fornecidas (IFRS, 2017). Além disso, se relacionam, no Brasil, com o espírito da Orientação Técnica do CPC No.07 (OCPC-07) que recomenda a divulgação apenas de informações relevantes (CPC, 2014).

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1 Fatos relevantes e legislações

Além das informações das demonstrações contábeis, a relevância das informações financeiras também pode ser investigada por meio de informações narrativas, tais como as relativas a divulgação do FRs (Shevlin, 1996).

A Instrução Normativa nº 358 da CVM (2002) regulamenta a divulgação de fatos relevantes pelas empresas. De acordo com a norma, Fato Relevante é definido como:

“qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que possam influenciar: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

Ademais, o § 4º do art. 157 da lei 6.404/74 determina que os administradores das companhias abertas são obrigados a comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e divulgar à imprensa, qualquer deliberação de assembleia geral e dos órgãos da administração da companhia, bem como qualquer outro FR ocorrido nos seus negócios que possa influenciar na decisão dos investidores de vender, comprar ou manter os valores mobiliários emitidos pela companhia.

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ICVM 358 de 03 de janeiro de 2002 apresenta 22 exemplos de fatos potencialmente relevantes para os usuários da informação contábil. Em 2014 a CVM emitiu a Instrução Normativa 547 (CVM, 2014), que alterou o §4º da ICVM 358 e deu nova redação ao mesmo, permitindo outras maneiras de divulgação.

A nova escrita ressalta que a divulgação de ato ou FR deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação: a) jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; b) ou pelo menos um portal de notícias com página na rede mundial de computadores que disponibilize, em seção disponível para o acesso gratuito, a informação em sua integralidade.

Desse modo, e devido à relevância da informação para os mercados de capitais, tanto a elaboração da informação financeira/contábil como a sua divulgação é regulada por uma diversidade de leis, resoluções, instruções, entre outros, com vistas a evitar seu uso indevido por aqueles que ocupam posições privilegiadas dentro da companhia e têm acesso privilegiado às suas informações ainda não divulgadas ao público em geral (Loures et al., 2017; Martins, Paulo & Girão, 2016; De Andrade Mota, 2022; Paixão et al., 2017).

## 2.2 Estudos anteriores e Hipóteses

Apesar da sua importância e imposição pela regulação, a pesquisa sobre relevância de fatos relevantes a nível internacional é pouco significativa. Nos EUA, Carter e Soo (1999) investigaram a relevância do formulário 8-K (FORM-8K), similar às divulgações requeridas pela ICVM 358. Os autores encontraram evidências limitadas da reação do mercado quando da divulgação das categorias de fatos elencadas no formulário, não podendo afirmar a relevância deste. No Brasil algumas pesquisas sobre o tema foram realizadas e seus resultados podem ser conferidos na Tabela 1.

**Tabela 1***Estudos Anteriores sobre Value Relevance dos Fatos Relevantes.*

<b>Autor/ Ano</b>	<b>Objetivo – Metodologia – Resultados</b>	<b>Autor/ Ano</b>	<b>Objetivo – Metodologia - Resultados</b>	<b>Autor/ Ano</b>	<b>Objetivo – Metodologia - Resultados</b>
Silva e Felipe (2010)	Verificar se a linguagem empregada na redação de textos comunicativos de FRs exerce influência sobre o comportamento do mercado, impactando na precificação de ações negociadas na B3. Coletaram, durante o período de 2006 a 2007, 2.350 FRs. Utilizaram a técnica de Estudo de Eventos para verificar os RAAs. Os resultados evidenciaram que no ano de 2006, as ações das empresas que divulgaram FRs otimistas, obtiveram RAAs com variações pouco significativas.	Ferreira (2010)	Investigar a divulgação dos FRs e de notícias, a partir das mudanças nos volumes de negociações, para as empresas do Índice Brasil. A investigação foi devida à análise do volume de ações durante o período de 2007 a 2009. O método utilizado foi o volume médio de negociação. Os resultados evidenciaram que as notícias tinham maior relevância do que a divulgação dos s. De acordo com os autores, esse resultado ocorreu devido à velocidade com que a notícia é divulgada em relação ao FR	Marques et al. (2010)	Estudar os FRs divulgados em 2009 pelas empresas do segmento do Novo Mercado. Os autores classificaram os fatos divulgados em: boas notícias (88%), más notícias (5%) e notícias neutras (7%). Utilizou a Técnica de Estudo de Eventos. A publicação de fatos relevantes da amostra não se mostrou relevante, pois não gerou impacto significativo nos preços dos títulos.
Machado et al. (2013)	Buscou verificar se havia a existência de retornos anormais, quando da divulgação dos FRs sobre emissão de debêntures e mudança de diretoria, durante o período de 2012 a 2014. Utilizou-se técnica a de Estudo de Eventos. Os autores identificaram que a emissão de debêntures é um FR que possui maior relevância do que mudança de diretoria, ou seja, ambos possuem relevância nos preços das ações, no entanto uma categoria tem maior relevância do que a outra, conforme reação do mercado.	Lima et al (2012)	Analisaram anúncios de recompra de ações por parte das empresas emissoras com o objetivo comparar os resultados de 4 modelos estatísticos: (1) Retorno Ajustado à média, (2) Retorno Ajustado ao Mercado, (3) Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado usando Modelo de Mercado e (4) Modelo de Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado utilizando amostra de controle. Os anúncios de recompra com melhores retornos no primeiro dia depois da divulgação foram os que apresentaram significância estatística. O Modelo de Retorno Ajustado ao Mercado e Ajustado ao Risco e ao Mercado (com e sem ponderação) foram os que melhor discriminaram RAs	Dourado (2013)	Verificar se as aquisições realizadas pelos 4 maiores bancos que atuaram no mercado brasileiro de 2002 a 2011 evidenciaram retornos anormais para seus acionistas. Foi utilizada a Técnica de Estudo de Evento. Os resultados evidenciaram que as aquisições impactam positivamente os retornos na janela do evento, ou seja, as aquisições aumentam as riquezas dos acionistas.
Pinheiro (2014)	Analisou os FRs sobre o passivo contingente durante o período de 2011. O universo da pesquisa compreendeu todas as empresas listadas na Bolsa de Valores. Utilizou a técnica de Estudo de Eventos. Os resultados não	Loures et al (2013)	Analisou a divulgação de FRs nas empresas que negociavam ADRs durante o período de 2006 a 2009, totalizando 812 fatos relevantes. Utilizou o método de distribuição de frequência. F&A são os FRs mais divulgados, assim como setor de indústria	Kos et al. (2017)	Verificar o impacto da divulgação de Eventos Subsequentes no RA das ações em empresas que participam do IBOV. Verificou-se retornos anormais significativos para as empresas com e

	permitiram concluir se tal categoria proporcionava RAAs significativos.			sem divulgação de Eventos Subsequentes
--	---	--	--	--

**Fonte:** dados da pesquisa.

Conforme Tabela 1, verificou-se que, as pesquisas anteriores sobre o tema possuem as seguintes abordagens em relação aos objetivos e demais procedimentos de pesquisa:

- a) **Objetivo:** preponderante foi investigar a relevância da divulgação do FR sob a ótica da existência de retornos anormais. Somente o trabalho de Ferreira (2010) abordou a relevância a partir do volume de negociação.
- b) **Metodologia utilizada:** dos 9 trabalhos apresentados, 7 deles usaram a técnica de Estudo de Eventos, ou seja, aproximadamente 80% do total, indicando a preferência por essa abordagem.
- c) **Amostra utilizada:** não há um consenso, variando conforme objetivo de cada pesquisa.
- d) **Período de análise:** o período de análise das pesquisas sobre Estudo de Eventos varia, não tendo um padrão determinado. O estudo de Pinheiro (2014) fez a análise do período de 2011 das empresas listadas na Bolsa de Valores que divulgaram fatos relevantes sobre passivo contingente. Já Loures et al. (2017) analisaram os Fatos Relevantes do período de 2006 a 2009 das empresas listadas na Bolsa de Valores que emitiam ADR.
- e) **Determinação do tamanho das janelas do Estudo de Eventos:** não há um padrão a ser seguido e cada pesquisador determinou um tamanho de janela, sem a discussão dos motivos para tal. Por exemplo, Machado et al. (2013) utilizaram a janela de (-5; +5); Lima et al. (2012), uma janela de (-20; +20); já Pinheiro (2014) analisou uma janela de (-3; +3), ou seja, sem um padrão que prevalecesse.

Como pôde ser percebido, os trabalhos que abordam a divulgação de FRs, não analisam todas as categorias de forma abrangente, eles fazem a análise de forma separada, ou seja, analisam uma ou outra categoria de Fato Relevante de forma isolada. Além disso, os resultados apresentados são inconclusivos, posto que nem todas as categorias apresentam retornos significativos.

O trabalho de Marques et al., (2010) evidenciou que a divulgação de FRs não possui retornos significativos. Lima et al., (2012) e Kos et al., (2017) identificaram que a divulgação de Recompra de Ações apresentam retornos anormais significativos. Já Machado et al. (2013) identificaram que a emissão de debêntures apresenta mais retornos anormais significativos do que a mudança de diretoria, depreendendo-se que essa categoria tem maior relevância. Dourado (2012) e Kos et al. (2017) identificaram que a divulgação de FRs sobre F&As apresentam retornos anormais significativos quando da sua divulgação.

Além disso, os períodos utilizados nas pesquisas não abordam as mudanças ocorrida na norma relacionada à divulgação do FR. Ademais, a presente pesquisa analisa as categorias de FRs conjuntamente, tendo em vista que os trabalhos anteriores não fazem isso, a fim de verificar a relevância delas. Nota-se que os trabalhos que abordam a divulgação de FR utilizam apenas uma métrica de análise, com o retorno anormal sendo a mais utilizada. O presente estudo preenche essas lacunas, analisando a relevância de uma categoria em relação à outra e utilizando as métricas de retornos anormais e volumes anormais. Assim, considerando as pesquisas relatadas, estabeleceram-se as seguintes hipóteses:



**H1: a divulgação das categorias de FRs da ICVM 358 apresentam RAAs estatisticamente significantes.**

**H2: As divulgações das categorias de FRs existentes na instrução 358 da CVM possuem relevância diferente.**

### 3 Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Seleção das Empresas e Período

A população da pesquisa remete às 142 empresas listadas no segmento do NM da B3. A partir desse universo foram selecionadas as 40 empresas que compõem o IBOV, conforme pode ser observado na Tabela 2.

O Novo Mercado é um segmento da B3 lançado no ano de 2000 sendo que as empresas que participam dele possuem um padrão de governança corporativa altamente diferenciado (B3, 2022).

Essa escolha ocorreu devido ao fato de ser padrão de transparência e de governança exigidos pelos investidores, de forma que as empresas sejam elevadas ao mais elevado padrão de governança, além das empresas possuírem apenas ações ordinárias, os investidores destas possuem à sua disposição um conjunto maior de informações para a tomada de decisão e liquidez das ações dessas empresas, (Marques et al., 2010; Wolf, Oliveira, & Palludeto, 2018).

Conseqüentemente, a utilização do Índice Bovespa ocorreu devido à expressiva representatividade das empresas que compõem esse índice, sua liquidez, além de serem consideradas uma amostra adequada para representar o comportamento geral das companhias integrantes do mercado de capitais brasileiro (Kos et al., 2017; Matos & Colauto, 2017; Paixão et al., 2017; Takamatsu et al., 2008).

#### Tabela 2

##### *Amostragem da Pesquisa*

Descrição	Total de Empresas
Empresas do Novo Mercado Listadas na B3	142
(-) Empresas que não fazem parte do IBOV	102
Total	40

Fonte: dados da pesquisa.

A partir da amostra foi realizada a busca no Site Empresa da B3, dos FRs de cada uma das empresas listadas nesse segmento, no período de março 2014 a março de 2018.

A escolha do período ocorreu devido à mudança ocorrida na ICVM 358, por meio da ICVM 547 de 5 de fevereiro de 2014. Com a nova alteração dada pela instrução 547, o Diretor de Relações com Investidores deverá, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, qualquer ato ou FR ocorrido ou relacionado a seus negócios.

**Tabela 3***Frequência dos setores das empresas*

EMPRESA	SETOR	QUANTIDADE	FREQUÊNCIA RELATIVA
CCR as	BENS INDUSTRIAIS	5	13%
RUMO S.A.	BENS INDUSTRIAIS		
EMBRAER	BENS INDUSTRIAIS		
ECORODOVIAS	BENS INDUSTRIAIS		
WEG	BENS INDUSTRIAIS		
TIM PART S/A	COMUNICAÇÕES	1	3%
LOCALIZA	CONSUMO CÍCLICO	7	18%
CVC BRASIL	CONSUMO CÍCLICO		
MAGAZ LUIZA	CONSUMO CÍCLICO		
MRV	CONSUMO CÍCLICO		
LOJAS RENNER	CONSUMO CÍCLICO		
CYRELA REALT	CONSUMO CÍCLICO		
B2W DIGITAL	CONSUMO CÍCLICO		
JBS	CONSUMO NÃO CÍCLICO	4	10%
BRF as	CONSUMO NÃO CÍCLICO		
MARFRIG	CONSUMO NÃO CÍCLICO		
NATURA	CONSUMO NÃO CÍCLICO		
ESTACIO PART	EDUCAÇÃO	2	5%
KROTON	EDUCAÇÃO		
CIELO	FINANCEIRO	7	18%
BRASIL	FINANCEIRO		
B3	FINANCEIRO		
BBSEGURIDADE	FINANCEIRO		
SMILES	FINANCEIRO		
IGUATEMI	FINANCEIRO		
BR MALLS PAR	FINANCEIRO		
VALE	MATERIAIS BÁSICOS	3	8%
SUZANO PAPEL	MATERIAIS BÁSICOS		
FIBRIA	MATERIAIS BÁSICOS		
COSAN	PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS	2	5%
ULTRAPAR	PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS		
QUALICORP	SAÚDE	4	10%
HYPERA	SAÚDE		
FLEURY	SAÚDE		
RAIADROGASIL	SAÚDE		
SABESP	UTILIDADE PÚBLICA	5	13%
CPFL ENERGIA	UTILIDADE PÚBLICA		
ENGIE BRASIL	UTILIDADE PÚBLICA		
ENERGIAS BR	UTILIDADE PÚBLICA		
EQUATORIAL	UTILIDADE PÚBLICA		
<b>TOTAL</b>		<b>40</b>	<b>100%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme Tabela 3 o setor mais presente na amostra da pesquisa é o Bancário, isso pode estar relacionado ao fato de que ele é extremamente controlado pelo Banco Central dessa forma, possui maior divulgação de informações. Seguido pelos setores de Consumo Cíclico, Utilidade Pública e Bens Industriais. A representatividade desses setores pode estar relacionada ao controle ao qual as empresas estão sujeitas. Os setores que são mais regulamentados exigem um maior volume de informações a serem prestadas às partes interessadas (Lanzana, 2005).

### 3.2 Categorização dos Fatos Relevantes - FRs

Para a categorização dos FRs foram utilizadas as 22 categorias sugeridas pela ICVM 358. A categorização considerou a leitura detalhada de cada fato e a busca de palavras que pudessem caracterizá-los dentro das categorias sugeridas pela norma. Os FRs que não se enquadravam nas categorias sugeridas pela norma foram classificados na categoria de “Outros Assuntos”.

A categorização dos FRs possui subjetividade, pois é feita pelo pesquisador com base nas categorias elencadas na norma, e eventualmente, pode existir alguma dificuldade por parte dos administradores em definir o que pode ser considerado relevante e com potencial de influenciar nos valores mobiliários das empresas, pois o conceito de relevância é subjetivo (LSA, 1976; Loures et al., 2017; De Andrade Mota, 2022).

Os fatos divulgados pela mesma empresa, em uma mesma data, foram excluídos, por não permitir a identificação isolada de seu efeito. A quantidade inicial e final de Fatos Relevantes de cada categoria foi a seguinte:

**Tabela 4**

*Amostra Fatos Relevantes Ajustadas*

CATEGORIA ICVM- 358	QTD FRs INICIAIS	QTD FRs EXCLUÍDOS	QTD FRs FINAL	FREQUÊNCIA
F&A (7)	208	27	181	23%
Outros Tipos de FRs (23)	201	201	0	22%
Autorização para Negociação de Valores Mobiliários (5)	98	2	96	11%
Projeções (21)	73	1	72	8%
Recuperação de Ações (15)	71	1	70	8%
Mudança de Diretoria (4)	52	2	50	6%
Celebração/alteração/rescisão de acordo de acionistas (3)	43	1	42	5%
Mudança de Critérios Contábeis (10)	38		38	4%
Celebração/Extinção de Contrato (17)	38		38	4%
Lucro/Prejuízo da Companhia (16)	34		34	4%
Desdobramento/grupamento de ações ou atribuição de bonificação (14)	14	14	0	2%
Alteração/Aprovação/Desistência de Projeto (18)	13	13	0	1%
Aprovação de Plano de Outorga de Opção (12)	10	10	0	1%
Mudança no Patrimônio da Empresa	11	11	0	
Alteração nos Direitos e nas Vantagens de Valores Mobiliários (13)	5	5	0	1%
Renegociação de Dívidas (11)	4	4	0	0,43%

Início, retomada/paralisação da fabricação/comercialização de produto/prestação (19)	3	3	0	0,33%
Mudança no controle da CIA, inclusive através de celebração, alteração/rescisão de acordo de acionistas (2)	2	2	0	0,22%
Pedido de Recuperação Judicial/Extrajudicial (22)	1	1	0	0,11%
Assinatura de Acordo/contrato de Transferência de Controle Acionário (1)	0	0	0	0%
Cancelamento de Registro de Companhia Aberta (6)	0	0	0	0%
Transformação/Dissolução (8)	0	0	0	0%
Descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da CIA. (20)	0	0	0	0%
<b>TOTAL</b>	<b>919</b>	<b>298</b>	<b>621</b>	<b>100%</b>

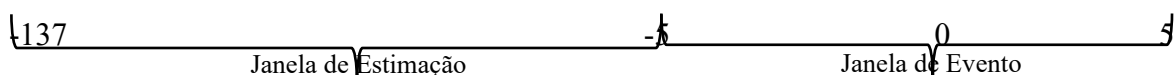
Fonte: dados da pesquisa.

Com o objetivo de dar robustez aos cálculos, não foram analisadas as categorias que possuíam menos de 30 FRs divulgados ao longo dos 4 anos, pois não seria possível uma comparação adequada entre as categorias bem como a realização dos testes estatísticos adequados.

### 3.3 Estudo de Evento

Para chegar à análise de cada um dos 621 FRs, foi utilizada a técnica de Estudo de Eventos, que consiste na análise do efeito de divulgação de informações específicas de determinado evento/firma, sobre os retornos das ações dessa firma (Mackinlay, 1997).

Nesse estudo, o evento analisado é a divulgação dos FRs, para o qual se considera a data 0 na linha do tempo.



**Figura 1** Janelas do Evento

Fonte: dados da pesquisa.

A janela do evento correspondeu a 11 dias: 5 dias antes da divulgação do FR e 5 dias depois da divulgação do FR. Na janela de estimação, optou-se por utilizar uma janela de 132 dias sendo [-137;-5] (Benninga, 2014; Lerman, & Livnat, 2010).

Para calcular os retornos das empresas foram coletadas as cotações diárias de fechamento, e para o retorno de mercado foi utilizado o índice Bovespa da B3 (IBOV), coletados na Economática<sup>®</sup>. Os retornos foram calculados de forma logarítmica, conforme Equação 1:

$$r = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \text{ ou } r = \ln (P_t - P_{t-1}) \quad (1)$$

Para o retorno normal (esperado) da ação ( $R_e$ ), foi utilizado o Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado, que relaciona o retorno de um determinado ativo com o retorno do portfólio de

mercado (Mackinlay, 1997). Foi utilizado o retorno da ação como variável dependente e o retorno de mercado do IBovespa como variável independente, conforme a equação 2:

$$R_{ei,t} = \alpha t + \beta_i R_{m,t} + \mu t. \quad (2)$$

O cálculo do Retorno Anormal - RA é dado pela diferença entre o retorno observado (R) da ação e o seu retorno esperado (Re), conforme expressão da Equação 3:

$$RA = R_{i,t} - R_{e,t} \quad (3)$$

Posteriormente, realizou-se a agregação de retornos anormais individuais de cada empresa/fato obtendo-se o Retorno Anormal Acumulado (RAA) de cada evento, conforme equação 4.

$$RAA(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1+1}^{t_2} RA_{i,t}, \quad (4)$$

Para verificar a relevância de cada categoria de FR foram calculadas as médias dos RAAs, considerando o período de 5 dias antes e 5 dias após a divulgação de cada FR identificado na amostra. A significância das diferenças entre as médias após a divulgação dos FRs foi identificada a partir do Teste de *Wilcoxon*, considerando que os dados da amostra não terem apresentado distribuição normal.

Posteriormente, foi tabulada a proporção dos RAAs que foram significativos, para cada categoria de FR estudada nesta pesquisa. A partir dessa proporção foi determinada a relevância de cada categoria de FR. Para isso, utilizou-se o Teste Binomial para diferenças de proporções para comparar as proporções de fatos significativos e não significativos (Siegel & Castellan Jr, 2006).

### 3.4 Cálculo do Volume Esperado e do Volume Anormal

Para o cálculo do Volume Esperado (VE) e Volume Anormal (VA) foram utilizados os mesmos tamanhos das janelas do Estudo de Evento adotadas para os RAs adaptado a partir do estudo de (Ferreira, 2010): janela do Evento [-5;+5]; janela de Estimação [-137;-5] e janela Pós-evento [+5;+15]. O  $V_{i,t}$  (volume normal) corresponde ao volume observado na data t.

Para a realização do cálculo dos volumes foram coletados os valores diários de fechamento do volume de negociação das empresas, disponível no site da Economática<sup>®</sup>. O cálculo do VE, foi obtido a partir da média dos volumes observados na janela de estimação, conforme a equação 5:

$$VE_{ei,t} = \sum_6^{124} \bar{V}_{i,t} \quad (5)$$

Posteriormente foi calculado o VA que é dado pela equação 5:

$$VA = V_{i,t} - VE_{ei,t} \quad (6)$$

Sequencialmente, após a aplicação do teste Jarque-Bera para analisar a existência de distribuição normal, utilizou-se o teste t de diferencia de médias para amostras emparelhadas, a fim de verificar a diferença estatística do VA 5 dias antes e VA 5 dias após a divulgação do FR.

Para verificação da relevância do FR foi realizado o teste de diferenças de proporção para os VAs que se mostraram significativos e os que não se mostraram significativos. Utilizou-se o Teste Binomial para diferenças de proporções para comparar as proporções de fatos significativos e não significativos.

O teste binomial é usado quando a população consiste em duas classes, todas as observações possíveis da população se dividem em duas categorias distintas, tal população é geralmente chamada de população binária (Siegel & Castellan Jr, 2006).

#### 4 Resultados e Análises

A Tabela 5 apresenta a quantidade de FRs divulgados pelas empresas da amostra. A divulgação durante o período de março de 2014 a março de 2018 compreendeu um total de 919 FRs.

**Tabela 5**

*Número de FRs Divulgados pelas empresas de 03/2014-03/2018.*

EMPRESA	Qtde de FRs	Frequência em		EMPRESA	Nº de FRs	Frequência em	
		Relação ao Total de FRs	Relação ao Total de FRs				
VALE	71	7,70%		BRF	19	2,06%	
JBS	61	6,62%		FLEURY	19	2,06%	
CIELO	51	5,53%		MARFRIG	19	2,06%	
SABESP	50	5,42%		NATURA	17	1,84%	
ESTACIO	46	4,99%		CPFL	16	1,74%	
BRASIL	45	4,88%		SUZANO PAPEL	16	1,74%	
LOCALIZA	43	4,66%		MRV	15	1,63%	
B3	30	3,25%		FIBRIA	13	1,41%	
CCR	29	3,15%		RENNER	12	1,30%	
KROTON	29	3,15%		CYREL	11	1,19%	
TIM S/A	29	3,15%		ENGIE BR	11	1,19%	
CVC	26	2,82%		RAIADROGASIL	11	1,19%	
RUMO S.A.	26	2,82%		ULTRAPAR	11	1,19%	
BBSEGURIDADE	23	2,49%		IGUATEMI	10	1,08%	
COSAN	22	2,39%		ECORODOVIAS	9	0,98%	
QUALICORP	21	2,28%		B2W	8	0,87%	
EMBRAER	20	2,17%		ENERGIAS BR	6	0,76%	
HYPERA	20	2,17%		BR MALLS	5	0,65%	
MAGAZ LUIZA	20	2,17%		WEG	5	0,65%	
SMILES	20	2,17%		EQUATORIAL	4	0,43%	
<b>TOTAL</b>					<b>919</b>	<b>100,00%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

A Vale foi a empresa que divulgou mais FRs ao longo do período, uma possível explicação pode estar no trabalho de Bernardes et al. (2018) relacionado à legibilidade dos FRs divulgados pela Vale durante o período de 2012 a 2016, os autores encontraram evidências de que a divulgação de FRs tinha o objetivo de acalmar o mercado após o rompimento da barragem no município de Mariana (MG).

Outra empresa de destaque foi a JBS, que divulgou mais FRs relacionados às mudanças de diretoria e de Celebração/alteração/rescisão de acordo de acionistas, fato esse com forte relação com o envolvimento da empresa e seus diretores nos escândalos de corrupção da operação Lava-Jato nos anos de 2016 e 2017.

A partir dos dados da pesquisa, pode-se observar que a Kroton e a Estácio Participações, do Setor de Educação, divulgaram mais FRs abordando F&As. Isso ocorre porque de acordo

com Alves e Zotes (2016) a Estácio Participações realizou 23 aquisições durante o período de julho de 2007 a dezembro de 2012. Assim, teve um volume maior de divulgação de FRs.

O Banco do Brasil foi a 6ª empresa a divulgar mais FRs, devido ao volume de FRs divulgados abordando projeções, podendo estar relacionado ao fato de ser uma empresa do Setor Bancário, setor fortemente afetado pela crise econômica e política.

Porém, no geral, observa-se uma grande dispersão na representatividade das demais empresas na divulgação de fatos relevantes, denotando a prática comum e continuada desse tipo de divulgação, que alcançou o total de 919 fatos divulgados no período em análise.



**Figura 2** Média RA por categoria 1 dia após a divulgação do FR.

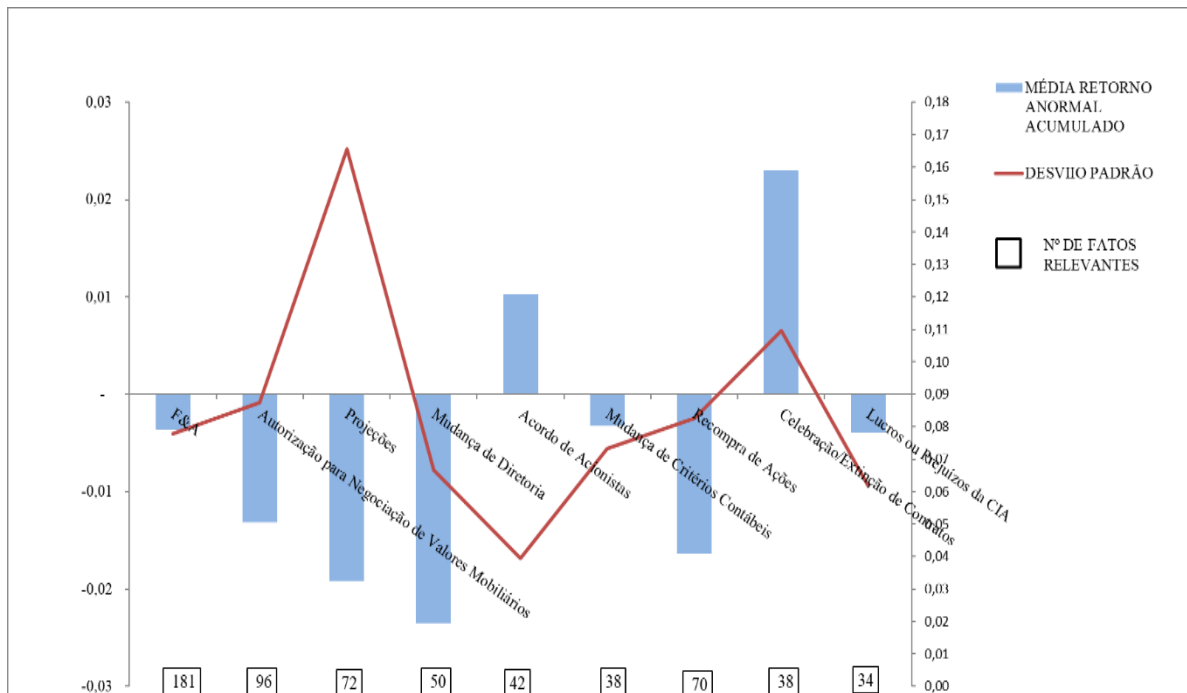
Fonte: dados da Pesquisa.

A partir da Figura 2, é possível observar o comportamento da média dos Retornos Anormais de apenas um dia após a divulgação do FR. Observa-se que as categorias de Fusões e Aquisições (F&A), Acordo de Acionistas, Recompra de Ações e Celebração/Extinção de Contratos apresentaram retornos anormais positivos após a divulgação do FR, indicando consequentemente o potencial desses eventos de afetarem positivamente os preços das ações representando um ganho para os acionistas.

Por outro lado, os fatos divulgados de Autorização para Negociação de Valores Mobiliários, Projeções, Mudanças de Auditoria e Principalmente de Mudanças de Critérios Contábeis apresentaram RAs médio negativos, indicando para a amostra estudada o potencial desses fatos de impactarem negativamente o mercado, em no período seguinte a sua divulgação.

Em relação aos eventos que geraram efeitos negativos imediatos no retorno médios das empresas, as Mudanças de Critérios Contábeis merecem destaque, provavelmente relacionados a quebra de expectativa e redução da comparabilidade que esse tipo de evento provoca nas empresas, o que pode influenciar negativamente as percepções dos investidores.

Uma outra análise foi realizada considerando um período maior para a investigação dos retornos anormais relacionados aos fatos relevantes divulgados pelas empresas. Para isso foram calculadas a média dos Retornos Anormais Acumulados - RAAs e o desvio padrão das categorias de FRs, considerando o período de 5 dias antes e 5 dias após a divulgação de cada FR identificado na amostra, conforme se apresenta na Figura a seguir:



**Figura 3** Média dos Retornos Anormais Acumulados - RAAs e Desvio Padrão dos RAAs por categoria

Fonte: dados da pesquisa

A Figura 3 evidencia, que ao considerar um período de tempo maior, as duas categorias que apresentaram RAAs médios positivos foram as relacionadas à: Acordo de Acionistas e Celebração/Extinção de Contratos, mantendo o mesmo resultado obtido na análise que considerou o período mais curto de tempo de apenas um dia após o evento. Nota-se que, o RAA médio dos fatos relacionados à Celebração/Extinção de Contratos foi superior as demais categorias, apresentando ainda uma menor variabilidade (desvio padrão) em relação aos demais FRs. Já os eventos relacionados a Acordo de Acionistas, apesar dos RAAs positivos encontrados, apresentaram, no entanto, um alta variabilidade na amostra investigada.

Já as categorias que apresentaram os maiores RAAs médios negativos foram as envolvendo Mudança de Diretoria, Projeções, Recompra de ações e Autorização para Negociação de Valores Mobiliários, indicando uma pequena mudança de comportamento dos investidores ao considerar um período mais longo de análise.



Enquanto na análise do retorno anormal considerando apenas o dia seguinte ao fato, a categoria de Mudança de Critério Contábil foi a que apresentou o retorno mais negativo, o mesmo resultado não repetiu ao se considerar um período maior. Observa-se assim, que pensar de continuar apresentando efeito negativo, esse efeito foi diluído ao longo do tempo. Já quando se considera o evento de Recompra de Ações, o comportamento dos investidores ao considerar o período maior de 10 dias (5 dias antes e 5 dias depois da divulgação) é negativo, contrariando o efeito positivo observado imediatamente após a divulgação do Fato Relevante.

As demais categorias que apresentaram RAAs negativos ao considerar o período maior de análise repetiram o mesmo comportamento já encontrado ao considerar o período menor de análise, indicando a recorrência desses fatos como potencialmente desfavoráveis.

Um outro fato de destaque é que as categorias que apresentaram RAAs positivos evidenciaram um número médio de FRs divulgados menor, em relação às demais categorias com retornos negativos, e que a categoria que apresenta a menor dispersão dos RAAs é a que aborda Acordo de Acionistas, quase 3 vezes menor que as demais categorias. Percebe-se que, apesar de a categoria F&As apresentar o maior número de FRs divulgados ela apresentou RAAs médios ligeiramente negativos, fato este que pode estar ligado ao período analisado que envolveu significativa instabilidade no mercado de capitais em decorrência do cenário político conturbado.

Na Tabela 6 a seguir são apresentados os números e os percentuais de eventos significativos e não significativos para cada categoria de FR, com as indicações das significâncias encontradas após a aplicação do teste Binomial para a análise das diferenças entre as proporções de eventos significativos e não significativos de acordo com a categoria do fato relevante (conforme o número do inciso da ICVM 358), tanto em relação ao Retorno Anormal Acumulado (RAA), quanto em relação ao Volume Anormal (VA).

**Tabela 6**

*Proporção de RAA e VA significativos por Categoria e resultado do Teste Binomial*

Categoria Fato Relevante	RAA					VA				
	Significativo	%	Não significativo	%	P valor	Significativo	%	Não significativo	%	P valor
3	32	76	10	24	***	15	36	27	64	***
17	27	71	11	29	***	16	42	22	58	***
15	47	67	23	33	***	29	41	41	59	***
21	44	61	28	39		23	32	50	69	***
10	23	61	15	39		10	26	28	74	***
5	58	60	38	40	**	31	33	64	67	***
7	109	60	72	40	***	64	35	117	65	***
4	30	60	20	40		19	38	31	62	***
16	15	44	19	56		13	38	21	62	***

Significância \*, \*\*, \*\*\*, onde o \* indica o parâmetro 1%, 5% e 10% respectivamente para o resultado do Teste Binomial de Diferença entre Proporções RAA e VA

3-Celebração alteração/ rescisão de acordo de acionista em que a companhia seja parte ou interveniente (...);

17 – Celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização (...);

15 – Aquisições de ações da própria companhia para permanência em tesouraria o cancelamento (...);

21 – Modificações de projeções divulgadas pela companhia;

10 – Mudança de critérios contábeis

5 – Autorização para negociação de valores mobiliários de emissão da própria companhia (...);

7- Incorporação/ fusão/cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas.

4 - Ingresso ou saída de sócio que mantenha com a companhia, contrato ou celebração operacional (...);

16 – Lucro/ prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro.

Fonte: *Dados da Pesquisa.*

Observa-se que os FRs que abordavam fatos relacionados a Fusões e Aquisições apresentaram RAAs significativos (60%), evidenciando que essa categoria possui conteúdo informacional para a precificação de ações no mercado. Tais resultados vão ao encontro dos achados de Romano e Almeida (2015) e Alves e Zotes (2016) que observaram que as combinações de negócios tendem a oferecer retornos significativos para os seus acionistas, normalmente em decorrência da expectativa da criação de valor para os acionistas (Jensen & Mackling, 1976; Healy, et al., 1992; Pessanha, et al., 2014; Romano & Almeida, 2015).

A categoria que aborda autorização para negociação de valores mobiliários de emissão da companhia apresentou RAAs significativos (60%), tais achados corroboram com os resultados das pesquisas de Machado et al. (2013), Loures et al. (2017), Ettore et al., (2018) no entanto, são contrários aos resultados de Guimarães et al., (2013) e Kos et al. (2017) que ressaltam que a emissão de debêntures e oferta pública subsequente não ocasionam retornos extraordinários positivos e significativos.

Os fatos divulgados sobre recompra de ação apresentaram RAAs significativos (67%) corroborando os achados de pesquisas anteriores que evidenciam que a categoria possui relação positiva com o RA (Lima, et al. 2012; Cziraki, Lyandres, Michaely, 2016)

Os FRs que abordavam Projeções apresentaram RAAs significativos corroborando com as pesquisas de Folster (2018), no entanto, vai de encontro com a de Cruz et al., (2015) a qual evidencia que, a divulgação de *Guidance* não influencia no desempenho da firma, ou seja, apesar de apresentar RAAs significativos, a categoria não possui relevância.

As categorias com RAAs mais significativos foram as que abordam a alteração/rescisão de acordo de acionistas e a sobre a celebração/extinção de contratos, cujas pesquisas acadêmicas são incipientes, necessita-se que novos estudos abordando essas categorias sejam realizadas a fim de confirmar ou refutar tais achados.

Os resultados da Tabela 6 demonstraram que, após a divulgação de cada categoria de FR, houve a presença de RAAs significativos, e ainda que, para a maioria das categorias investigadas, a quantidade de fatos significativos superou a de não significativos e que a diferença entre essas proporções de FRs estatisticamente relevantes e irrelevantes é significativa. Dessa forma, não é possível rejeitar a Hipótese **H1 – a divulgação das diferentes categorias de FRs da ICVM 358 apresentam RAAs significativos estatisticamente**, o que contraria os resultados de Marques et al., (2010) que relata a irrelevância dos FRs admitindo que eles apresentam RAAs não significativos. Uma possível explicação para essa discrepância nos resultados pode estar ligada a adoção das normas internacionais de contabilidade, ocorrida após 2010 e que está ligada ao aumento da relevância da informação financeiras divulgadas pelas empresas e também pelo aumento do número de investidores do mercado de capitais desde então (Fully, Guimarães, Dias, & Lima, 2018; Kajüter & Nienhaus, 2017).

Ainda em observação a Tabela 6 ressalta-se que a proporção de volumes anormais não significativos ocorridos em todas as categorias de FRs superou a de eventos em que a significância foi encontrada. Essa constatação é contrária ao resultado obtido ao se observar o Retorno Anormal Acumulado e pode indicar que a análise do volume anormal de negociação quando da divulgação Fatos Relevantes pode não ser uma métrica adequada para identificar diferenças nas movimentações dos volumes de negociações relacionando-os à cada categoria de FR divulgada. Dessa forma, é necessário a realização de novos estudos utilizando essa métrica, a fim de que corroborar ou refutar os achados desta pesquisa.

O resultado do teste binomial, da Tabela 6 evidenciou que, as categorias: acordo de acionistas, celebração/extinção de contratos, recompra de ações, autorização de valores mobiliários e F&As possuem maior relevância informacional, respectivamente. Além disso, as

categorias que apresentaram mais RAAs significativos foram sobre Acordo de Acionistas e Celebração/extinção de contratos, justamente as categorias que apresentaram maiores RAAs médios, como demonstrado na Figura 1.

Já as categorias Mudança de Diretoria, Mudança de Critérios Contábeis, Lucro ou Prejuízo da Companhia e Projeções, apesar de terem apresentado retornos anormais significativos, mostraram que não há diferença entre os que não foram significativos, ao nível de significância de 5%, não podendo atestar, a relevância informacional destas em relação às demais. Salienta-se também, que conforme Figura 1 os RAAs médios dessas categorias foram negativos.

Assim, com relação a **H2 - As divulgações das categorias de FRs existentes na instrução 358 da CVM possuem relevância diferente**, pode-se dizer que, há diferença de relevância entre as várias categorias de FRs elencados na ICVM 358, rejeitando a hipótese nula de que não há diferença de relevância, ou seja, cada uma possui determinado nível de relevância informacional para seus investidores conforme apresentado pelos testes realizados na pesquisa.

Os resultados confirmam os achados de Lerman e Livnat (2009), que relatam que as categorias existentes no Form-8k no mercado de capitais estadunidense, que são semelhantes às exigidas pela regulação brasileira, provocam reações diferentes no mercado, evidenciando categorias que são mais relevantes que as outras. Assim, contribuindo com a literatura sobre FRs, no Brasil, os resultados evidenciaram que uma categoria pode ser mais relevante que a outra, e com retornos distintos, alguns potencialmente positivos e outros negativos, e que os investidores devem ficar atentos aos de cada categoria de fato em seus portfólios.

Essa diferença de relevância de uma categoria para a outra corrobora com a afirmação de Cruz et al. (2015) de que um FR é uma informação pública, que impacta a expectativa de retorno que os investidores têm com a empresa. Assim, a partir desta pesquisa o investidor pode verificar qual a categoria é mais relevante, bem como o retorno que poderá ser obtido.

A verificação da relevância contribuiu para reduzir o custo da divulgação da informação, pois conforme as discussões capitaneadas pelo IASB buscam melhorar a comunicação da divulgação dos relatórios financeiros. Assim, os investidores podem verificar qual informação seja relevante e eficaz.

Outro aspecto verificado a partir dos resultados é a discricionariedade que os gestores têm em decidir o que é considerado relevante, de forma que a divulgação da categoria de “outros tipos de FRs” presente na norma, acaba por se tornar muito abrangente, figurando muito mais como uma informação voluntária, pois é o gestor que decide. Esse aspecto é destacado por Fernando et al., (2018) que vê essa discricionariedade como algo a ser ressaltado pelo regulador, a fim de evitar tamanha discricionariedade

Ademais, os resultados da presente pesquisa corroboram com os achados dos autores que ressaltam a importância da divulgação de FRs pelas empresas e a sua relevância informacional aos usuários (Lerman, & Levnat, 2010, 2017; Lima et al., 2012; Pinheiro, 2014; Loures et al., 2017; De Andrade Mota, 2022).

## 5 Considerações Finais

A presente pesquisa teve o objetivo de analisar como as divulgações das diferentes categorias de FRs influenciam no retorno das companhias do Novo Mercado (NM) integrantes do IBOV no período de 2014 a 2017. A partir da técnica de Estudo de Evento, utilizada para verificar a existência de retornos anormais, bem como a relevância de determinada informação, verificou-se que os Fatos Relevantes divulgados ocasionam Retornos e Volumes Anormais significativos.

Dentre as contribuições desta pesquisa, pode-se afirmar que é o primeiro trabalho sobre Fatos Relevantes que analisou as categorias existentes na ICVM 358 de forma conjunta e a relevância de uma categoria em relação à outra, e que também utilizou a métrica de Volume Anormal para identificação de anormalidade após a divulgação dos eventos.

Esta pesquisa traz relevantes contribuições para mercado brasileiro, bem como o estudo na área de pesquisa em Contabilidade e de Finanças. Constatou-se que cada categoria de Fato Relevante sugerida na ICVM 358 impacta os retornos das ações, no entanto, com diferentes efeitos, potencialmente positivos ou negativos e em proporções significativas distintas. Além disso, todas as categorias apresentaram RAAs estatisticamente diferentes de zero.

Analisando a frequência das categorias de FRs divulgadas, verificou-se que muitos FRs divulgados não se enquadram nas 22 categorias sugeridas pela ICVM 358, havendo a necessidade de alteração desta instrução para incluir novas categorias ou que haja a exigência para as empresas enquadrarem os respectivos fatos apenas nas categorias elencadas na instrução normativa. A discricionariedade permitida para a classificação dos FR pode possibilitar aos gestores das empresas utilizarem do gerenciamento de impressão e induzirem o comportamento dos investidores (Bonfim et al., 2018).

Verificou-se que os assuntos de FRs mais divulgados foram F&As, emissão de valores mobiliários, projeções, recompra de ações e mudança de diretoria. Dito isso, a partir dos resultados da pesquisa, pôde-se confirmar que, determinado FR possui mais relevância do que outro.

Os resultados desta pesquisa contrariam os elencados por Marques et al. (2010) que indicaram que a divulgação de FRs não possuíam RAAs significativos, o que podem indicar uma mudança de comportamento dos stakeholders das empresas em relação ao conteúdo da divulgação narrativa das empresas ao longo do tempo, ou ainda, uma melhora informativa no conteúdo das informações narrativas apresentadas pelas empresas.

A pesquisa também evidenciou que o volume de negociação após a divulgação dos Fatos Relevantes não se altera de maneira significativa para a maioria dos fatos apresentados, pois o número de eventos com Volumes Anormais significativos foi inferior aos não significativos para todas as categorias analisados.

Ademais, a identificação da relevância informacional de cada categoria contribui para análise da sua necessidade e potencialmente pode contribuir para a eliminação da sua exigência e, portanto, pode acarretar uma redução dos custos da divulgação de uma informação. Limitações do estudo foram identificadas devido a técnica de Estudo de Evento, sendo elas, o tamanho das janelas e a classificação dos FRs, a qual implica em algum grau de subjetividade, o que podem resultar em potenciais divergências de classificação de um pesquisador para outro.

## Referências

Alves, J.M., & Zotes, L.P (2016, setembro). Fusões e Aquisições e seus impactos no valor da firma: investigação no setor de ensino superior no Brasil. INOVARSE, XII Congresso Nacional de Excelência e Gestão & III Inovarse – Responsabilidade Social Aplicada.

Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of accounting and economics*, 22(1-3), 3-30.

Barth, ME, Beaver, WH e Landsman, WR (2001). A relevância da literatura de relevância do valor para o estabelecimento de padrões de contabilidade financeira: outra visão. *Jornal de contabilidade e economia*, 31 (1-3), 77-104.

Benninga, S. (2014). *Financial modeling*. MIT press.

Bergmann, D. R., Savoia, J. R. F., de Melo Souza, B., & de Mariz, F. (2015). Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 17(56), 1105-1115.  
<https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i56.2074>

Bernardes, J. R., Nascimento, J. C. H. B. D., Ayres, R. M., & Siqueira, J. R. M. D. (2018). Legibilidade dos Fatos Relevantes: uma Análise na Vale SA no Período de Agosto 2012 a Agosto de 2016. *Pensar Contábil*, 20(71).

Bonfim, M. P., Souza, I. G. de M., Silva, C. A. T., & Serafim, A. de O. (2018). Gerenciamento de Impressão Gráfica no Processo Decisório. *Revista Ambiente Contábil - Universidade Federal Do Rio Grande Do Norte - ISSN 2176-9036*, 10(1), 71–87.  
<https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n1ID10878>

Camargos, M. A., & Barbosa, F.V. (2003). Estudo de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2015). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. *Production*, 25(3), 571-584.  
<https://doi.org/10.1590/0103-6513.0148T6>

Cappellesso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2018). Value Relevance da perda por redução ao valor recuperável do Goodwill: evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120.  
<https://dx.doi.org/10.22561/cvr.v29i3.4276>

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). CPC 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em:  
<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>

Cruz, N. V. S., Dias Filho, J. M., Cordeiro Filho, J. B., da Silva Gomes, S. M., Batista, A. B., & Andrade, C. M. (2015). Disclosure de Guidance e Desempenho das firmas listadas na BM&FBOVESPA. *Contabilometria*, 2(2).

CVM - Comissão de Valores Mobiliário. (2017). Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Recuperado em 20 de janeiro, 2019, de  
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>.

Cready, W. M., & Hurtt, D. N. (2002). Assessing investor response to information events using return and volume metrics. *The Accounting Review*, 77(4), 891-909.  
<https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.891>

Cziraki, P., Lyandres, E., Michaely, R. (2018). What do insiders know? evidence from insider trading around share repurchases and seos. In: *27th Annual Conference on Financial Economics and Accounting Paper*.

- Doná, A. L., Marques, K. C. M., Moribe, A. M., & Junior, J. B. H. (2015). Fatores determinantes do conteúdo divulgado no relatório de administração de empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 11(4), 82-106. <https://dx.doi.org/10.4270/ruc.2015433>
- Ettore, L. A. G., Maia, V. M., & Macedo, M. A. D. S. (2018). Análise do Impacto da Emissão de Debêntures no Valor das Companhias Brasileiras. *Pensar Contábil*, 20(71).
- Fama, E.F. (1970a). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2). <https://DOI:10.2307/2325486>
- Fernandes, J. L. T., & Silva, C. A. T. (2016). Análise do Desempenho como característica das empresas brasileiras de capital aberto na divulgação de Fatos Relevantes em 2010. *Registro Contábil*, 6(3), 22-37. <https://doi.org/10.1590/0103-6513.0148T6>.
- Fernando, G. D., Giboney, J., & Schneible, R. A. (2018). Voluntary disclosures and market response to earnings announcements. *Review of Accounting and Finance*, 17(1), 2-17. <https://10.1108/RAF-06-2016-0087>
- Ferreira, D. S. B. (2010). Volume de negociação, fatos relevantes e notícias de imprensa econômica no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(3).
- Folster, A. (2018). Impacto da evidenciação de guidance: um estudo de evento no mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12(2), 183-200. (DOI: <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v12i2.21465>)
- Fully, R. M. P., Guimarães, A. A. B., Dias, L. A. F., & Lima, L. F. V. (2018). A Qualidade da Informação Contábil para o Mercado de Ações: Evidência nas Companhias de Edificações que atuam no Novo Mercado da Bovespa. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade*, 6(23).
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233-262. <https://DOI:10.1007/s11846-010-0052-3>
- Gurgul, H., Majdosz, P., & Mestel, R. (2005). *Managing Global Transitions*, 3(2), 139. [https://doi.org/10.1007/3-540-27679-3\\_3](https://doi.org/10.1007/3-540-27679-3_3)
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- IFRS Foundation. (2017). Better Communication I Financial Reporting. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/principles-of-disclosure/#about>
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kajüter, P., & Nienhaus, M. (2017). O impacto da adoção do IFRS 8 na utilidade dos relatórios por segmento. *Ábaco*, 53 (1), 28-58. <https://doi.org/10.1111/abac.12105>

- Kirch, G., de Lima, J. B. N., & Terra, P. R. S. (2012). Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 173-186. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000300003>
- Kos, S. R., Edwards Barros, C. M., & Colauto, R. D. (2017). Impacto da divulgação de eventos subsequentes no retorno anormal: Estudo em Companhias do ibovespa. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 9(2), 60-79. [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v5i3.13218](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v5i3.13218)
- Lanzana, A. P. (2004). Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Lerman, A. & Livnat, J. The new Form 8-K disclosures. *Review of Accounting Studies*, v. 15, n. 4, p. 752-778, 2010.
- Lima, Á. V., Gratz, D., Silva, M. R., & de Carvalho, F. A. A. (2013). Análise comparativa dos modelos de cálculo de retornos anormais com base no evento recompra de ações na BOVESPA. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(3), 24-40.
- Martins, E., & Lopes, A. B. (2007). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., de Sant'Anna, D. P., & da Costa, F. M. (2007). A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Rausp Management Journal*, 42(4), 497-510.
- Lopes, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*.
- Loures, L. L., Gonçalves, C. A., & Pardini, D. J. (2017). Disclosure of Relevant Acts or Facts: A Study of Brazilian Companies Issuing American Deposit Receipts—Adrs at American Stock Exchanges. *Archives of Business Research—Vol*, 5(1). <https://doi.org/10.14738/abr.51.231>
- Macedo, M. A. D. S., Machado, M. A. V., Murcia, F. D. R., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 22(57). <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000300005>
- Machado, C. A., Da Cunha, M. F., Iara, R. N., & Gomes, J. V. (2013, outubro). A ocorrência de retornos anormais na emissão de debêntures e na mudança de diretoria: Um estudo sob a perspectiva da divulgação de fatos relevantes. *Seminário em Administração, SEMEAD*, 16.
- Machado, E. A., Takamatsu, R. T., & Lima, G. A. S. F. (2015). Reações do mercado de capitais brasileiro à publicação voluntária dos demonstrativos contábeis em conformidade com os padrões internacionais. *Revista de Estudos Contábeis*, 6(10), 40-58.
- Machado, D. J., Lamberti, J. R., & Rebelo, H. (2016). Oferta pública de aquisições de ações: Evidências de variação de valor no mercado brasileiro. *Journal on Innovation and*

*Sustainability*. RISUS ISSN 2179-3565, 7(3), 23-41. <https://doi.org/10.24212/2179-3565.2016v7i3p23-41>

Machado, M. A. V., da Silva Macedo, M. A., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da dva no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 26(67), 57-69. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512240>

Marques, V. A., Lara, C. O., Ayala, L. C., & Lamounier, W. M. (2011). O Impacto dos Fatos Relevantes no Mercado de Capitais: um estudo dos fatos publicados pelas empresas participantes do Novo Mercado do segmento Bovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 5(3). [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v5i3.13218](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v5i3.13218)

Martins, E.A. (2014) AOCF 07 Menor Volume e Maior Relevância para as Notas Explicativas. *Revista Fipecafe*, 2.

Martins, O. S., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2016). Preço da ação, disclosure e assimetria de informação: o caso OGX. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 06-24. <https://DOI:10.4270/ruc.2016101> Matsumoto, G. S., Baraldi, G.P.; & Jucá, M.N. (2018) O impacto do anúncio da emissão de debêntures no preço das ações: Um Estudo de Eventos. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, SSN 1679073116(3), 493-520.

Matos, R. M., & Colauto, R. D. (2017). Justificativas do turnover de CEOs: Estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 11(30), 24-35. <https://doi.org/10.11606/rco.v11i30.13443>

de Andrade Mota, F. (2022). O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta. *Digitaliza Conteúdo*.

Paixão, L. M. D., Avelino, B. C., & Takamatsu, R. T. (2017). Determinantes do momento de divulgação das demonstrações contábeis de empresas que compõem o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA). *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(1). <https://doi.org/10.11606/rco.v8i20.69265>

Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2016). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64).

Pinheiro, A. F. R. (2014). Investigação de retornos anormais em razão da divulgação de fato relevante sobre passivo contingente.

Rodrigues, F. F. (2012). Fatores determinantes da evolução das informações divulgadas no relatório da administração das empresas brasileiras de capital aberto.

Sena, B. D. S., Santana, C., Rodrigues, R., Arrio, K., Machado, C., & Rocha, D. D. (2009). Uma análise dos fatos relevantes de companhias com registro na CVM utilizando aprendizagem de máquina: estudo após a crise financeira. *33º ANPAD*.

Shevlin, T. (1996). A relevância do valor das informações não financeiras: uma discussão. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1-3), 31-42.



Siegel, S., & Castellan Jr, N. J. (1975). *Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento*. Artmed Editora.

Silva, C.A.T, & Fernandes, J. L. T. (2009). Legibilidade dos fatos relevantes no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 3(1), 142-158.

Silva, A. F., da Silva Macedo, M. A., & da Costa Marques, J. A. V. (2012). Análise da Relevância da Informação Contábil no Setor Brasileiro de Energia Elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO e EBITDA. *Revista Universo Contábil*, 8(2), 6-24. DOI: <https://dx.doi.org/10.4270/RUC.2012210>

Silva Filho, F. L. D. (2018). A relação entre anúncios de dividendos, retornos anormais e volatilidade idiossincrática nas ações brasileiras. Dissertação de Mestrado, Escola de Economia de São Paulo, FGV. São Paulo, recuperado de <http://hdl.handle.net/10438/2027>

Silva, C. A. T., & da Silva Felipe, E. (2010). Avaliação da influência de textos narrativos de fatos relevantes no preço das ações de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 2(2). DOI: <https://dx.doi.org/10.5380/rcc.v2i2.19460>

Souza, L. C. (2006) Conteúdo Informacional dos Fatos Relevantes: Uma Análise do Comportamento do valor da empresa ante a divulgação dos fatos relevantes. Dissertação de Mestrado – Curso de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis. Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.

Takamatsu, R.T., Lamounier, W.M., & Colauto, R.M. (2008). Impacto na divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes da Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46-63. DOI: <https://dx.doi.org/10.4270/ruc.20084>

Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. (2006, set./dez) Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. (42), 35-49. *Revista de Contabilidade e Finanças*, São Paulo. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000300004>

Wolf, P. J. W., de Oliveira, G. C., & Palludeto, A. W. A. (2018). O mercado de ações no Brasil (2003-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento. *Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política*, 30(2 (54)). <https://doi.org/10.23925/1806-9029.2018v30i2p145-180>