

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE - RJ

LEANDRO RAMIRES ALVES LOPES

**NOTÍCIAS SOBRE REFORMA TRIBUTÁRIA E SEUS EFEITOS EM EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS**

RIO DE JANEIRO

2025

LEANDRO RAMIRES ALVES LOPES

**NOTÍCIAS SOBRE REFORMA TRIBUTÁRIA E SEUS EFEITOS EM EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A- Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Profa. Dr^a. Diane Espindola Freire Maia.

RIO DE JANEIRO

2025

LEANDRO RAMIRES ALVES LOPES

**NOTÍCIAS SOBRE REFORMA TRIBUTÁRIA E SEUS EFEITOS CONTÁBEIS EM
EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 02 de junho de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Diane Espindola Freire Maia
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Jorge Luiz de Santana Júnior
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Francisco das Chagas Sampaio Medina
UNIFOR - Universidade de Fortaleza - CE

AGRADECIMENTOS

A Deus por estar sempre ao meu lado.

A minha família, a Fernanda minha esposa e meu filho Joaquim pelo apoio durante esse processo.

Aos meus pais pelo empenho na minha educação em meio as dificuldades.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, pelo convívio e crescimento.

Aos Professores Diane e Silvania pelos ensinamentos.

“A persistência é o caminho do êxito.”

(Charles Chaplin)

RESUMO

Essa dissertação avalia os efeitos da reforma tributária na ótica da divulgação de notícias e seus efeitos financeiros no preço das ações brasileiras das empresas não financeiras. Devido a complexidade do cenário econômico e político brasileiro, muito ligado a complexidade do sistema atual e o impacto que exerce sobre o ambiente de negócios e investimento, avaliaremos a reação do mercado de capitais brasileiro através de estudos de eventos (*event study*) atrelado a divulgação de informações sobre a reforma tributária. A transformação no modelo tributário traz implicações significativas para as empresas não financeiras, que precisarão se adaptar a novos custos, regras e fluxos de arrecadação. A metodologia utilizada envolve a seleção de uma amostra composta por empresas não financeiras, a definição de eventos informacionais relevantes e o cálculo dos retornos anormais associados, os quais serão analisados por meio de testes estatísticos para verificar sua significância. O objetivo é identificar possíveis padrões no comportamento dos investidores diante de mudanças na legislação tributária. Os resultados revelam que, de forma geral, os eventos relacionados à política fiscal exercem influência significativa sobre os preços das ações, destacando-se pelo impacto consistente e estatisticamente relevante nos retornos de mercado ao longo do período estudado. No entanto, a intensidade desses efeitos variou conforme a relevância de cada evento e o setor da economia afetado, sendo que alguns segmentos apresentaram respostas mais expressivas do que outros.

Palavras-chave: reforma tributária; setor não financeiro; estudo de evento; preço das ações; propostas emendas constitucionais.

ABSTRACT

This dissertation evaluates the effects of tax reform from the perspective of news disclosure and its financial impact on the stock prices of Brazilian non-financial companies. Given the complexity of Brazil's economic and political landscape—strongly tied to the intricacies of the current tax system and its influence on the business and investment environment—this study analyzes the reaction of the Brazilian capital market through an event study approach, linked to the disclosure of tax reform-related information. The shift in the tax model brings significant implications for non-financial companies, which will need to adapt to new costs, regulations, and revenue distribution flows. The methodology involves selecting a sample of non-financial firms, identifying relevant informational events, and calculating the associated abnormal returns, which will be subjected to statistical tests to assess their significance. The objective is to identify potential patterns in investor behavior in response to changes in tax legislation. The findings indicate that, overall, fiscal policy events have a significant influence on stock prices, with a consistent and statistically relevant impact on market returns throughout the analyzed period. However, the magnitude of these effects varied depending on the importance of each event and the economic sector affected, with some segments showing more pronounced reactions than others.

Keywords: tax reform; non-financial sector; event study; stock price; constitutional amendment proposals.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
2.1 A INFLUÊNCIA DAS REFORMAS TRIBUTÁRIAS NA DINÂMICA DO MERCADO ACIONÁRIO: EVIDÊNCIAS E FUNDAMENTOS TEÓRICOS	18
3 METODOLOGIA	27
3.1 DELIMITAÇÃO TEMPORAL: JANELA DE ESTIMAÇÃO E JANELA DE EVENTO	27
3.2 ANÁLISES DE RETORNOS	27
3.3 MODELO ECONOMETRICO	30
3.4 DADOS	35
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	39
4.1 ESTIMAÇÃO DOS RETORNOS DE NOTÍCIA NO VALOR DAS AÇÕES	39
4.1.1 Estimação dos retornos de notícia no valor das ações considerando os pesos.....	45
4.2 ESTIMAÇÃO DOS RETORNOS DE NOTÍCIA NO VALOR DAS AÇÕES POR EVENTO	47
4.2.1 Estimação dos retornos de notícia no valor das ações por setor	51
5 CONCLUSÃO	55
REFERÊNCIAS.....	59
ANEXO A - CHECKLIST FINAL PARA AVALIAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE A REFORMA TRIBUTÁRIA	66
APÊNDICE A - TABELAS	69

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a reforma tributária tem ocupado posição central nos debates econômicos e políticos no Brasil, em razão de seu impacto direto sobre a competitividade empresarial e o crescimento econômico. A elevada complexidade do sistema tributário brasileiro, combinada com uma carga fiscal significativa, é amplamente reconhecida como um dos principais entraves ao desenvolvimento sustentável e à atração de investimentos estrangeiros (Jacob, 2018; Jensen & Wohlbier, 2012; Machado, 2024).

Nesse contexto, o tema da reforma tributária permanece em destaque na agenda governamental, motivando ampla mobilização de diferentes setores da economia e intensa cobertura midiática, em busca de soluções que atenuem os efeitos negativos do atual modelo de arrecadação (Buenos et al., 2023). Diversas propostas foram discutidas ao longo do tempo, resultando em mudanças legislativas que impactaram significativamente o ambiente de negócios e a dinâmica do mercado de capitais. Exemplo disso é a Resolução nº 4.373/2014, que estabeleceu novas diretrizes para investimentos de não residentes no país, e a Resolução nº 3.568/2008, que promoveu a modernização do mercado de câmbio segundo padrões internacionais.

A mais recente etapa desse processo culminou na promulgação da Emenda Constitucional nº 132/2023, considerada um marco na reestruturação do sistema tributário brasileiro. Seu principal objetivo é a simplificação e unificação da tributação sobre o consumo, por meio da criação do IVA Dual (imposto sobre o valor agregado) que consiste no Imposto sobre bens e consumo (IBS) e Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), de caráter não cumulativo e com incidência no destino das

operações. O novo tributo substitui gradualmente impostos como o Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) e o Imposto Sobre Serviços (ISS), promovendo maior transparência e uniformidade na tributação (Araújo, 2024; Oliveira et al., 2023). É esperado que tais mudanças contribuam para a redução de certas distorções econômicas, que serão apresentadas ao longo do trabalho, para o aumento da equidade fiscal e para a melhoria do ambiente de negócios no país (Oliveira, 2024).

A implementação desse novo modelo tributário tende a gerar impactos expressivos em diferentes setores da economia. Para as empresas, especialmente as não financeiras — foco deste estudo —, a reforma apresenta tanto desafios quanto oportunidades, ao alterar a distribuição da carga fiscal, os fluxos de investimento e a arrecadação entre os entes federativos. Tais mudanças repercutem diretamente sobre os custos de produção, a estrutura de precificação e as margens de lucro, exigindo adaptações nos processos operacionais, principalmente em relação ao novo regime de crédito tributário (Afonso et al., 2023).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), empresas não financeiras são aquelas cuja atividade principal não envolve serviços financeiros, como operações bancárias, seguros ou investimentos (Tabela 9 – Apêndice) setores como comércio, indústria, tecnologia etc. A relevância da informação tributária para essas empresas está diretamente associada à sua influência sobre a precificação de ativos no mercado de capitais. Mudanças na estrutura fiscal tendem a alterar as expectativas dos investidores quanto ao desempenho futuro das companhias, afetando, assim, os preços das ações e a dinâmica do mercado acionário (Costa et al., 2021).

A busca por um sistema tributário mais simples e eficiente também envolve a reformulação do ICMS, com vistas à uniformização das alíquotas estaduais e à mitigação da chamada "guerra fiscal", o que pode reduzir a carga fiscal efetiva e aumentar a previsibilidade regulatória (Oliveira et al., 2023). A simplificação tributária é reconhecida como fator essencial para reduzir tanto a evasão quanto os erros involuntários no cumprimento das obrigações fiscais, especialmente em contextos marcados por regulação excessivamente complexa (Evans, 2012; Gomes et al., 2024; Cabello & Nakao, 2021). Diante desse contexto, este estudo busca responder à seguinte questão: como o mercado acionário brasileiro reage às notícias relacionadas à reforma tributária e quais os impactos dessas reações sobre o preço das ações das empresas não financeiras? Com base na literatura existente, espera-se que a reação do mercado a notícias sobre a reforma tributária varie conforme a natureza da informação divulgada. Reformas percebidas como simplificadoras e promotoras de competitividade tendem a provocar reação positiva nos preços das ações (Gerard et al., 2018; Oliveira et al., 2023), enquanto propostas que elevam a carga tributária ou geram incerteza institucional podem ter efeito contrário (Pestana, 2024; Romão, 2023).

Assim, o objetivo desta pesquisa é analisar a reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação de informações sobre a reforma tributária, utilizando a metodologia de estudo de eventos (*event study*). A partir da identificação de datas relevantes, busca-se avaliar os efeitos da divulgação de propostas de Emenda Constitucional sobre os preços das ações, com base em dados extraídos da plataforma Comdinheiro, para o período de 2010 a 2020, e de informações legislativas disponíveis no site da Câmara dos Deputados (2025).

Desse modo, este estudo visa oferecer três importantes contribuições. Primeiro, sistematiza a relação entre notícias de reforma tributária e a formação de preços no mercado acionário, com foco em empresas não financeiras, por meio de um desenho de estudo de eventos que captura reações de curto prazo a anúncios públicos. Para lidar com a heterogeneidade informacional das notícias, propõe uma codificação simples e replicável (favorável, neutra, desfavorável), permitindo contrastar direção e intensidade do conteúdo divulgado. Segundo, organiza um panorama comparativo por setores e incorpora condicionantes ao nível da firma, de modo a distinguir respostas associadas a estrutura de capital, porte e exposição regulatória. Terceiro, consolida um repositório de eventos legislativos e uma base de dados de mercado em série histórica ampla, integrando fontes oficiais e informações financeiras em um arcabouço empírico único.

Além da contribuição acadêmica, os resultados oferecem insumos de uso imediato. Para investidores, fornecem um guia para leitura de ciclos de anúncio e gestão de risco em janelas informacionais sensíveis. Para gestores, indicam pontos de atenção em planejamento financeiro, comunicação com o mercado e avaliação de exposição setorial. Para formuladores de políticas, mostram que previsibilidade de cronograma, desenho de transição e clareza na comunicação pública influenciam a confiança do mercado. Ao articular evidências, método e escopo setorial, o trabalho reforça a ligação entre política tributária e dinâmica de preços, oferecendo um referencial prático para decisões em ambientes de mudança regulatória.

A estrutura do estudo está organizada da seguinte forma: além desta introdução, a segunda seção apresenta a fundamentação teórica, com enfoque nos efeitos de eventos informacionais sobre o mercado de capitais. A terceira seção descreve a metodologia utilizada. Na quarta seção, são discutidos os resultados

empíricos. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões e sugestões para pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A compreensão contemporânea da tributação transcende sua função clássica de mera arrecadação estatal, consolidando-se como um instrumento estratégico de política econômica e social. Nesse contexto, os sistemas tributários modernos desempenham papel importante tanto no financiamento de políticas públicas quanto na promoção da justiça distributiva, contribuindo para a redução das desigualdades sociais e a consolidação dos direitos fundamentais (Lima, 2022). Essa perspectiva reflete a crescente valorização do papel do Estado na promoção de equidade, em que a tributação se revela como meio de garantir o acesso universal a serviços públicos essenciais.

Conforme argumentam Holmes e Sunstein (1999), direitos e liberdades são comumente tratados como prerrogativas inalienáveis da dignidade humana. No entanto, sua efetivação prática depende de condições materiais e institucionais que requerem uma infraestrutura fiscal robusta. Isso implica reconhecer que a universalização de direitos como saúde, educação, segurança, habitação e assistência social exige uma base sólida de financiamento público, cuja principal fonte é a arrecadação tributária. Portanto, longe de se limitar à função arrecadatória, a tributação se configura como mecanismo estruturante do pacto social, habilitando o Estado a atuar na garantia dos direitos sociais e no enfrentamento das desigualdades.

A centralidade da tributação na formulação de políticas públicas evidencia-se, por exemplo, na sua capacidade de financiar políticas redistributivas, que visam atenuar disparidades econômicas e sociais. Por meio de sistemas progressivos, é possível redistribuir a carga tributária de maneira mais equânime, contribuindo para a formação de uma sociedade mais justa. Assim, a tributação assume também uma

dimensão normativa, tornando-se ferramenta para a realização de objetivos coletivos, que vão desde a promoção da justiça social até a estabilização macroeconômica. Nesse sentido, ela deve ser concebida não apenas como um mecanismo administrativo, mas como parte integrante da arquitetura institucional que sustenta o desenvolvimento sustentável e a coesão social.

Historicamente, contudo, a tributação nem sempre foi concebida como promotora do bem comum. No passado, conforme ressalta Baleeiro (2015), a imposição tributária era expressão do poder coercitivo do Estado, sustentada pelo princípio do *ius imperii*¹, e direcionada prioritariamente à manutenção de privilégios das elites dirigentes. A transição para sistemas tributários democráticos e juridicamente institucionalizados — como o brasileiro, regido pelo Sistema Tributário Nacional — marca uma inflexão paradigmática. A normatização da atividade fiscal, a partir de dispositivos constitucionais, fortalece a segurança jurídica e amplia a legitimidade da tributação como ferramenta de política pública (Hable, 2018).

No entanto, as reformas tributárias — especialmente em países em desenvolvimento — frequentemente geram incertezas econômicas e reações adversas no mercado financeiro. Como destacam Krugman (2018) e Bresser-Pereira (2012), mudanças na estrutura fiscal afetam diretamente as expectativas dos agentes econômicos, particularmente em setores como o mercado de capitais, onde a

¹ *Jus imperii* é uma expressão latina que se refere ao poder soberano ou autoridade que um Estado ou governante exerce sobre o território e a população sob sua jurisdição. Esse conceito está relacionado ao direito de impor leis, manter a ordem pública, e tomar decisões que afetam o Estado e seus cidadãos, sendo uma característica fundamental da soberania estatal. Em outras palavras, *jus imperii* diz respeito ao poder de mandar, de governar, ou de exercer a autoridade pública (Mello, 2021).

previsibilidade regulatória é fundamental para a tomada de decisões de investimento. Nessas circunstâncias, reformas tributárias devem ser concebidas com atenção especial à estabilidade macroeconômica, mas também na gestão das percepções de risco por parte dos investidores.

A metodologia dos estudos de eventos tem se mostrado particularmente eficaz na análise dos efeitos imediatos de reformas fiscais sobre os mercados financeiros. Dayarathne e Lakshman (2013) argumentam que essa abordagem permite mensurar com precisão os impactos de alterações legislativas ou institucionais nas variáveis financeiras, como preços de ativos, taxas de câmbio e índices de confiança. Em economias emergentes como o Brasil, essas reações tendem a ser mais intensas devido à menor resiliência institucional e à maior volatilidade dos fluxos de capitais. Já em economias desenvolvidas, o impacto é, em geral, mais moderado, reflexo de sistemas fiscais mais consolidados e maior previsibilidade institucional (Bacha et al., 1980).

Estudos empíricos têm confirmado essas dinâmicas. Sánchez (2018), ao analisar as reformas fiscais no Equador entre 2010 e 2016, demonstra os efeitos sobre a produtividade empresarial e a liquidez fiscal, utilizando a teoria da curva de Laffer como referencial analítico. Através de regressões lineares, o autor demonstra como alterações na carga tributária afetam a base produtiva e a eficiência arrecadatória do Estado. De modo semelhante, Parab et al. (2020) analisam eventos fiscais disruptivos na Índia, como a desmonetização de 2016, observando impactos negativos imediatos no mercado de ações, o que reforça a necessidade de uma gestão fiscal sensível às especificidades locais e aos efeitos de segunda ordem.

A discussão sobre justiça tributária ganha maior densidade quando se aborda a progressividade dos sistemas fiscais. Silveira et al. (2018) argumentam que

sistemas progressivos, além de socialmente justos, não implicam necessariamente em prejuízos ao crescimento econômico. A introdução de impostos sobre valor agregado (IVA), por exemplo, pode promover a simplificação da estrutura tributária, embora levante preocupações quanto à sua regressividade, especialmente no consumo das camadas de menor renda. Gerard et al. (2018) acrescentam que isenções e deduções fiscais, ao alterarem os incentivos econômicos, podem gerar distorções nos padrões de produção e consumo, comprometendo a eficiência alocativa.

No Brasil, o debate sobre a reforma tributária evidencia os efeitos assimétricos da política fiscal sobre os diversos setores econômicos. Libânio (2021) mostra que a introdução de um IVA dual poderá beneficiar o setor industrial, tradicionalmente menos onerado, ao passo que o setor de serviços, mais intensivo em mão de obra, pode sofrer impactos adversos. Esse deslocamento de carga tributária, contudo, pode produzir efeitos redistributivos positivos, sobretudo para as faixas de renda média e baixa, com potencial para redução da desigualdade, medida pelo Índice de Gini e melhoria na justiça social (Afonso, 2013).

Experiências internacionais também oferecem importantes lições. Zheng et al. (2023), ao examinarem a reforma fiscal chinesa de 2012, identificam que a adoção do IVA promoveu redistribuição intergovernamental e redução dos encargos sobre as empresas, embora tenha implicado em queda de receitas em níveis subnacionais. Esse exemplo ilustra os desafios de calibragem do sistema fiscal frente a objetivos conflitantes: estímulo ao crescimento e manutenção da solvência do Estado.

No caso brasileiro, a reforma tributária de 2023, ao propor a simplificação por meio do IVA dual e a introdução de impostos seletivos, objetiva mitigar distorções e melhorar o ambiente de negócios. Contudo, ainda gera insegurança quanto à

transição normativa e seus efeitos sobre a arrecadação e o comportamento dos agentes econômicos (Pestana, 2024). Como mostram Oliveira et al. (2023), os impactos setoriais variam: setores intensivos em capital tendem a se beneficiar da redução da carga tributária, ao passo que setores de menor intensidade tecnológica, como agropecuária e serviços, enfrentam maiores desafios de adaptação.

A volatilidade dos mercados de ações durante períodos de reforma fiscal reflete, em última instância, as expectativas dos investidores em relação ao ambiente institucional futuro. Romão (2023) destaca que a percepção de risco fiscal afeta diretamente o comportamento dos gestores de ativos, cuja alocação de recursos responde a variáveis como taxas de administração, incentivos de performance e condições macroeconômicas. A reforma tributária, nesse sentido, atua como catalisador de decisões financeiras, influenciando não apenas os fluxos de capital, mas também a estabilidade do sistema financeiro.

Em síntese, a tributação moderna deve ser compreendida como um pilar fundamental da estrutura econômica e social das nações. Seu papel transcende a arrecadação, abrangendo funções distributivas, estabilizadoras e regulatórias. Conforme argumentam Nunes e Delgado (2024) e Buenos et al. (2023), políticas tributárias bem desenhadas são essenciais para a construção de uma economia mais eficiente e socialmente inclusiva. A adoção de sistemas tributários progressivos, transparentes e adaptados às características de cada setor produtivo representa um passo decisivo na direção de um desenvolvimento sustentável e equitativo. Assim, a tributação se consolida como instrumento vital para a promoção do bem-estar coletivo, da justiça social e da estabilidade econômica.

2.1 A INFLUÊNCIA DAS REFORMAS TRIBUTÁRIAS NA DINÂMICA DO MERCADO ACIONÁRIO: EVIDÊNCIAS E FUNDAMENTOS TEÓRICOS

A literatura sobre estudos de eventos parte da Hipótese de Mercado Eficiente (HME), segundo a qual os preços incorporam rapidamente novas informações públicas (Fama, 1991; MacKinlay, 1997). Anúncios de reforma tributária configuram choques regulatórios com conteúdo informacional elevado, capazes de afetar expectativas sobre fluxo de caixa futuro, custo de capital e risco regulatório. Em contextos institucionais com maior instabilidade, esses anúncios tendem a produzir reações imediatas e mensuráveis em retornos anormais (Brown & Warner, 1985).

Do ponto de vista econômico-financeiro, três canais ajudam a entender a sensibilidade do mercado a notícias fiscais: (i) canal de fluxo de caixa, ao alterar a incidência e a cumulatividade de tributos, regras de crédito e repasse setorial; (ii) canal da taxa de desconto, via prêmios de risco associados à incerteza regulatória e à previsibilidade das regras; e (iii) canal de custos de conformidade, que afeta margens, planejamento e *timing* de investimentos (Evans, 2012; Cabello & Nakao, 2021; Oliveira et al., 2023). Em economias emergentes, a menor previsibilidade institucional e a volatilidade de capitais elevam a sensibilidade desses canais (Bacha et al., 1980).

No Brasil, a combinação de complexidade tributária, litigiosidade e ciclos prolongados de negociação política torna o processo de reforma uma fonte recorrente de incerteza. A promulgação da EC 132/2023, com a transição rumo a um IVA dual, exemplifica mudanças de grande escopo, acompanhadas por etapas de implementação e ajustes infralegais que mantêm o tema no radar dos investidores (Oliveira, 2024; Pestana, 2024). Assim, notícias sobre tramitação, escopo, cronograma e desenho de transição adquirem valor informacional para o mercado acionário.

Embora a HME seja o eixo desta pesquisa, o pano de fundo da informação assimétrica ajuda a interpretar episódios de maior volatilidade. Em ambientes com opacidade decisória, agentes com maior capacidade analítica processam sinais com velocidade superior, o que amplia dispersões de preço no curto prazo (Akerlof, 1970; Spence, 1978). A qualidade da comunicação pública também importa, em que, mensagens ambíguas, mudanças frequentes de direção e sinais contraditórios elevam ruído e prêmios de risco (O'Hara, 2018). Além disso, a mídia econômica atua como vetor de interpretação, influenciando sentimento e expectativas (Rodrigues & Galdi, 2017; Silva & Machado, 2019). Em suma, a reação observada resulta tanto da atualização racional de fundamentos quanto da leitura que os agentes fazem da narrativa em torno da reforma.

A heterogeneidade setorial é outro elemento central. Setores com maior exposição a consumo e serviços intensivos em mão de obra tendem a ser mais sensíveis a mudanças em bases de incidência e regimes de créditos, enquanto segmentos fortemente integrados a cadeias globais (mineração, petróleo) respondem de forma mais intensa a preços internacionais e variáveis externas, o que pode reduzir a influência de choques tributários domésticos sobre seus retornos (Gerard et al., 2018; Libânio, 2021; Merton, 1987). Em construção e imóveis, por exemplo, o encadeamento com políticas públicas, crédito e custos indiretos amplia a sensibilidade a anúncios fiscais.

Características idiossincráticas das firmas também modulam a reação, como, empresas maiores e com estrutura de capital mais sólida costumam absorver melhor choques regulatórios, enquanto maior alavancagem eleva vulnerabilidade a surpresas fiscais (DeAngelo & Masulis, 1980; Diamond & Verrecchia, 1991). Evidências nacionais indicam aumento de volatilidade e retornos anormais ao redor de eventos

fiscais, com magnitude condicionada por porte e estrutura financeira (Araújo et al., 2018).

No plano internacional, estudos documentam reações expressivas do mercado a mudanças tributárias e medidas de grande impacto econômico em que a desmonetização indiana de 2016, por exemplo, gerou quedas e volatilidade no curto prazo (Parab et al., 2020); a reforma de IVA na China alterou incentivos e realocou efeitos entre níveis de governo e setores (Zheng et al., 2023). Esses achados reforçam que o conteúdo e a credibilidade de mudanças fiscais influenciam o sinal e a intensidade das respostas de preço.

Conectando teoria e operacionalização empírica, esta dissertação adota a metodologia de estudo de eventos com janela simétrica curta para captar reações imediatas a anúncios públicos e classifica as notícias por natureza informacional (favorável, neutra, desfavorável)², lógica coerente com o papel dos sinais e do sentimento de mercado na precificação de risco regulatório. A classificação por pesos permite testar se eventos com leitura mais positiva geram respostas menos negativas (ou levemente positivas) que eventos percebidos como desfavoráveis, com variação por setor e por características das firmas.

Em síntese, reformas tributárias operam como eventos informacionais que afetam preços por meio de expectativas de fluxo de caixa, prêmios de risco e custos de conformidade, modulados por comunicação pública e narrativa midiática. A força do impacto depende do setor e das características das firmas. Esse arcabouço

² Para compreender o processo de extração das classificações, consultar o Anexo I.

sustenta a estratégia empírica adotada e orienta a leitura dos resultados que evidenciam reação negativa média, com variação conforme a natureza do anúncio e a exposição setorial assim como está evidenciado no Quadro 1.

No plano institucional, observa-se que o processo de reforma tributária no Brasil tem sido marcado por fragmentação política, conflitos federativos e disputas setoriais, o que contribui para a baixa credibilidade dos anúncios governamentais. Na Figura 1 é possível observar uma sistematização das principais Propostas de Emenda à Constituição (PECs) entre 2010 e 2019, voltadas à reforma do sistema tributário. Tais propostas incluem a unificação de tributos sobre o consumo (PEC 181/2012, PEC 45/2019), alterações na base de cálculo do ICMS (PEC 226/2012), imposição de limites à carga tributária (PEC 511/2010) e até mesmo a recriação de tributos extintos (PEC 140/2015). A elevada rotatividade e o insucesso de boa parte dessas proposições contribuem para um cenário de instabilidade regulatória, no qual o mercado opera sob permanente expectativa de mudança, o que por si só já gera distorções relevantes.

Diante desse cenário, torna-se imperativo que as reformas tributárias sejam formuladas e implementadas com elevado grau de transparência, previsibilidade e comunicação estratégica, de modo a minimizar os custos informacionais e os efeitos deletérios da assimetria de informação no mercado acionário. O desenho institucional das reformas deve considerar não apenas seus efeitos fiscais, mas também os impactos sobre as expectativas dos agentes e sobre o funcionamento dos mercados financeiros, de forma a promover maior eficiência alocativa, redução do risco sistêmico e fortalecimento da confiança no ambiente regulatório.

Quadro 1 - Notícias selecionadas sobre reforma tributária no Brasil (2010-2019)

N.	Data do evento	Autor	Ementa	Panorama Geral	Resultado Esperado
1ª	05/05/2010	Edmilson Valentim	Revoga imunidade tributária prevista no art. 155, § 2º, X, "b", da Constituição Federal.	Nº da PEC 485/2010 - Revoga a imunidade tributária ao Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação - ICMS, que destinem a outros Estados petróleo, lubrificantes, combustíveis líquidos e gasosos dele derivados, e energia elétrica	Com a revogação essa proposta influenciaria nos Estados produtores de petróleo, combustíveis e energia elétrica. Os Estados produtores teriam mais arrecadação. Nos estados consumidores poderiam ter efeito de aumento da inflação pois os custos aumentariam. Avaliação dos setores passaria a ser, se os investimentos seriam feitos nos estados com maior arrecadação tributária.
2ª	04/08/2010	Alfredo Kaefer	Altera a Constituição Federal, estabelecendo limite máximo para a carga tributária nacional.	Nº da PEC 511/2010 - A PEC propunha que a carga tributária total (federal, estadual e municipal) não pudesse ultrapassar 25% do Produto Interno Bruto (PIB).	Com a limitação dos impostos, as empresas se tornariam mais competitivas com redução dos custos de produção, e com isso estimular o consumo. Com uma arrecadação menor, o Estado deveria rever novos mecanismos de arrecadação.
3ª	18/08/2011	Assis Carvalho	Acrescenta a alínea c ao inciso VII do § 2º do art. 155 da Constituição.	Nº da PEC 71/2011 - Determinar que seja adotada a alíquota interestadual quando o destinatário não for contribuinte do imposto e a operação se der sem a presença física deste no Estado de origem.	Maior equilíbrio na arrecadação, com aumento da receita em estados menos desenvolvidos.
4ª	30/05/2012	Iraja Abreu	Estabelece regime de cobrança unificada dos tributos sobre a renda, o consumo e a folha de pagamentos, e dá outras providências.	Nº da PEC 181/2012 - Proposta estabelece que tributos com a mesma base de incidência serão cobrados de forma unificada. Por exemplo, tributos sobre produção e consumo, como IPI, ICMS, ISS, Cide-Combustíveis, Cofins, PIS/Pasep, Imposto de Importação e Imposto de Exportação, seriam recolhidos em um único guia, com alíquota e base de cálculo uniformes definidos por lei complementar.	A proposta pretendia reduzir burocracia, combater a guerra fiscal, aumentar a transparência e melhorar o investimento, tornando a arrecadação mais eficiente. Setores poderiam ser prejudicados como aqueles com uma carga tributária menor e em contra partida setores com maior carga tributária poderiam ser beneficiados prejudicando a concorrência.
5ª	11/12/2012	Manoel Junir	Altera a alínea "i" do inciso XII do § 2º do art. 155, da Constituição Federal, referente ao Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação, para vedar a inclusão do imposto na sua própria base de cálculo.	Nº da PEC 226/2012 - Atualmente, o ICMS é calculado de forma "por dentro", ou seja, o valor do imposto integra sua própria base de cálculo, resultando em uma alíquota efetiva superior à nominal. Por exemplo, uma alíquota nominal de 27%	Resulta numa arrecadação tributária menor, e com menos tributos, os produtos poderiam ter seus preços reduzidos, estimulando o consumo.

N.	Data do evento	Autor	Ementa	Panorama Geral	Resultado Esperado
6ª	22/09/2015	Poder Executivo	Acrescenta o art. 90-A ao Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.	Nº da PEC 140/2015 - Proposta recriava a CPMF. A alíquota proposta era de 0,20%, A arrecadação seria destinada exclusivamente ao financiamento da Seguridade Social, com Previdência.	O cálculo seria mais transparente. Poderia reduzir a carga tributária, com queda no preço dos produtos, podendo estimular o consumo. Em contrapartida poderia implicar em queda na arrecadação.
7ª	23/06/2015	Nilson Leitão	Altera os arts. 158, 159 e 161 da Constituição Federal.	Nº da PEC 71/2015 - Objetivo de compensar Estados e Municípios pela desoneração do ICMS nas exportações	Torna uma maior previsibilidade de arrecação dos Estados e Municípios. O setor de exportação seria beneficiado com desoneração.
8ª	15/06/2016	Poder Executivo	Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.	Nº da PEC 241/2016 - Finalidade instituir o Novo Regime Fiscal.	Redução do gasto público, mais estabilidade para a economia, com redução da inflação.
9ª	03/04/2019	Baleia Rossi	Altera o Sistema Tributário Nacional.	Nº da PEC 45/2019 - Criação do IBS: Propõe a substituição de cinco tributos atuais: Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços, ICMS) Imposto sobre Serviços (ISS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e Programa de Integração Social e Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS).	Eficiência tributária, melhoria na competitividade, aumento na arrecadação, estímulo ao consumo e produção e incentivo ao desenvolvimento regional. Sendo setores como comércio e varejo, indústria, serviços como probabilidade alta de melhor eficiência, enquanto que setores com incentivos fiscais serem prejudicados.
10ª	16/08/2019	Luis Miranda	Altera o Sistema Tributário Nacional e dá outras providências.	Nº da PEC 128/2019 - Representa uma tentativa de modernizar e tornar mais equitativo o sistema tributário brasileiro, alinhando-o às melhores práticas internacionais. Ao reduzir a carga sobre o consumo e aumentar a tributação sobre renda e lucros, busca-se promover a justiça fiscal e estimular o crescimento econômico. No entanto, sua aprovação dependerá de amplo debate e consenso no Congresso Nacional, considerando os impactos econômicos e sociais	Simplificação de tributação, mais eficiente, fim da guerra fiscal. Maior transparência e melhor eficiência do Estado com a arrecadação. Setores de serviços poderiam ter um impacto mais acentuado, com a mudança da tributação com possibilidade de aumento de sua carga tributária.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados disponibilizados no site do Congresso Nacional (Câmara dos Deputados, 2025).

Em resumo, as reformas tributárias representam choques regulatórios significativos, capazes de alterar as expectativas dos agentes econômicos sobre rentabilidade, risco e alocação de capital. No contexto do mercado de capitais, esses eventos tendem a provocar reações imediatas nos preços das ações, dado que afetam diretamente projeções de fluxo de caixa, custos operacionais e segurança jurídica. Tais reações são consistentes com a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), conforme formulada por Fama (1991), segundo a qual os preços dos ativos incorporam prontamente todas as informações disponíveis.

Dessa perspectiva, mesmo quando todos os agentes têm acesso à mesma informação pública — como ocorre com o anúncio de reformas tributárias — ainda assim se espera uma reação de mercado. Isso porque a informação nova leva os investidores a reavaliar fundamentos econômicos previamente estimados. O ajuste de preços reflete, portanto, a incorporação dessa nova expectativa sobre lucros futuros, risco regulatório e custo de capital.

Embora a HME pressuponha simetria informacional, na prática, o contexto institucional brasileiro frequentemente dificulta a previsibilidade e transparência das reformas. A incerteza regulatória, associada à fragmentação política, litigiosidade tributária e baixa estabilidade normativa, cria um ambiente em que os agentes enfrentam dificuldades para interpretar os reais efeitos econômicos das propostas de reforma (Romão, 2023).

Essa incerteza não necessariamente decorre de assimetria informacional no sentido estrito — em que um agente detém informação que o outro não possui — mas da própria opacidade dos processos legislativos e da baixa qualidade da comunicação governamental. Nesses casos, mesmo em situações de “ignorância simétrica”, os

mercados reagem ao ganho coletivo de informação, reprecificando ativos com base na nova conjuntura percebida.

Contudo, a Teoria da Informação Assimétrica (Akerlof, 1970; Spence, 1978) continua sendo uma lente útil para compreender os mecanismos pelos quais reformas tributárias podem impactar o comportamento dos agentes. Em um cenário de baixa previsibilidade normativa, agentes com maior capacidade analítica ou acesso privilegiado a interpretações técnicas tendem a processar essas informações de forma mais eficaz, explorando janelas de arbitragem e estratégias defensivas.

Nessa lógica, as reformas atuam também como sinais — formais ou informais — emitidos pelo Estado ao mercado. A Teoria da Sinalização, aplicada ao contexto regulatório (Laffont & Martimort, 2002), sugere que a forma como o governo comunica seus objetivos e estratégias é determinante para a forma como o mercado responde. Quanto mais fragmentada, ambígua ou contraditória a sinalização, maior o ruído informacional e, conseqüentemente, a volatilidade de preços (O'Hara, 2018).

A mídia econômica exerce papel amplificador na construção das expectativas de mercado. A literatura recente tem evidenciado a influência de notícias econômicas sobre o comportamento dos investidores. Rodrigues e Galdi (2017) mostram que o teor das notícias afeta o custo de capital das empresas, enquanto Silva e Machado (2019) demonstra que o tom das notícias influencia o beta das ações em momentos de crise. Esse efeito é ainda mais relevante em economias emergentes, como a brasileira, onde a percepção de risco político-institucional é mais volátil (Bacha et al., 1980).

No caso das reformas tributárias, a cobertura midiática atua como vetor de interpretação: não apenas informa sobre o evento, mas o qualifica (como positivo, negativo ou incerto), influenciando a direção da reação do mercado. Dessa forma, os

efeitos observados nos preços das ações refletem tanto os impactos econômicos esperados quanto a construção simbólica do evento perante os investidores.

Diversos estudos empíricos corroboram essas relações. Bitencourt (2024) demonstram que anúncios de mudanças tributárias no Brasil provocam aumentos significativos na volatilidade de ativos, com efeitos mais pronunciados em setores com maior elasticidade tributária (Oliveira, 2024). No plano internacional, Parab et al. (2020) identificam reações negativas imediatas do mercado acionário indiano diante da desmonetização de 2016, enquanto Zheng et al. (2023) mostram como a adoção do IVA na China implicou redistribuição fiscal com impactos assimétricos entre níveis de governo e setores produtivos.

Em suma, a literatura aponta que os mercados reagem a reformas tributárias tanto por meio da atualização racional das expectativas (HME), quanto por mecanismos ligados à incerteza, à sinalização política e à assimetria de interpretação entre agentes. Essas dimensões são especialmente relevantes em economias emergentes com alto grau de instabilidade normativa, como o Brasil.

Neste estudo, busca-se capturar esses efeitos por meio da metodologia de estudo de eventos, combinada a um modelo econométrico que permita mensurar as reações dos preços das ações diante de anúncios relevantes sobre a reforma tributária.

3 METODOLOGIA

Como apontado na introdução, este estudo tem como objetivo investigar o impacto da Reforma Tributária sobre o comportamento do mercado acionário brasileiro. Para isso, adota-se a metodologia de estudo de eventos, amplamente utilizada na literatura financeira para mensurar os efeitos de anúncios ou mudanças institucionais relevantes sobre os preços dos ativos (Araújo et al., 2018; MacKinlay, 1997).

3.1 DELIMITAÇÃO TEMPORAL: JANELA DE ESTIMAÇÃO E JANELA DE EVENTO

Conforme o delineamento proposto por MacKinlay (1997), a análise é conduzida em duas fases temporais: (i) Janela de Estimação, sendo o período anterior à ocorrência do evento, utilizado para estimar os parâmetros do modelo de retorno esperado (*Capital Asset Pricing Model* - CAPM). Neste estudo, será adotada uma janela de 120 dias úteis antes da janela de evento. (ii) Janela de Evento: período durante o qual se espera que o evento produza impacto nos preços dos ativos. Será adotada uma janela simétrica de 7 dias, compreendendo três dias antes e três dias após o evento $[-3, +3]$. Esta configuração busca capturar possíveis movimentos antecipatórios do mercado e reações pós-anúncio, conforme metodologia empregada por Silva e Pereira (2008) e Araújo et al. (2018).

3.2 ANÁLISES DE RETORNOS

Para identificar o impacto do evento sobre os preços das ações, calcula-se o Retorno Anormal (AR), que representa a diferença entre o retorno observado de uma ação e seu retorno esperado com base em um modelo de referência, neste caso, o

Capital Asset Pricing Model (CAPM). Desse modo, foram calculados retornos diários das ações para o período de análise, como destaca a equação 01.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} \quad (01)$$

Onde R_{it} o retorno real da ação i no dia t ; P_{it} preço da ação i no dia t ; $P_{i(t-1)}$ é o preço da ação i no dia anterior. Para estimar o retorno esperado das ações, será aplicado o modelo CAPM, expresso na equação 02.

$$E[R_{it}] = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} \quad (02)$$

Onde $E[R_{it}]$ são os retornos esperados da ação i no dia t . α_i intercepto específico da ação i (obtido por regressão). β_i coeficiente de sensibilidade da ação i ao retorno do mercado (obtido por regressão) e R_{mt} o retorno do mercado no dia t .

O modelo de mercado é um modelo estatístico que relaciona o retorno de um título ao retorno geral do mercado. Ele considera que o comportamento de uma ação pode ser explicado em grande parte pelo desempenho do mercado em que ela está inserida. A partir disso, o retorno anormal é calculado subtraindo-se o retorno esperado, baseado no comportamento do mercado, do retorno efetivo observado para o ativo (Silva & Pereira, 2008). O retorno anormal, que indica o impacto do evento, será determinado pela diferença entre o retorno real e o retorno esperado:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}] \quad (03)$$

Sendo AR_{it} o retorno anormal da ação i no dia t . O impacto dos eventos foi avaliado por meio da média dos retornos anormais calculados ao longo da janela de evento $[-3; +3]$, e pela aplicação de testes de significância (teste t), de forma a verificar

se os desvios em relação ao retorno esperado foram estatisticamente diferentes de zero.

Adicionalmente, optou-se por utilizar o modelo de regressão com variável *dummy*, pois ele permite controlar diretamente o impacto dos eventos sobre os retornos das ações, ao mesmo tempo em que incorpora variáveis de controle contábil e de mercado. A abordagem por retornos anormais (CAR) foi complementada por essa modelagem para reforçar a robustez dos achados, mas reconhece-se que estudos futuros poderiam explorar exclusivamente a metodologia de CAR diária e acumulada, com diferentes janelas, conforme sugerem Silva e Pereira (2008).

Além disso, a média dos retornos anormais será calculada como:

$$\overline{AR_i} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{it} \quad (04)$$

Onde $\overline{AR_i}$ é a média dos retornos anormais da ação i ; AR_{it} o retorno anormal da ação i no dia t . e N o número de observações na janela de evento. O desvio padrão dos retornos anormais será medido pela equação 06:

$$SD_{AR_i} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=1}^N (AR_{it} - \overline{AR_i})^2} \quad (05)$$

Com SD_{AR_i} sendo o desvio padrão dos retornos anormais da ação i ; $\overline{AR_i}$ a média dos retornos anormais da ação i e, AR_{it} o retorno anormal da ação i no dia t .

Adicionalmente, a metodologia econométrica adotada se beneficia de estudos que analisam intervenções pontuais no mercado, como os de Binder (1998), que reforça a importância do uso de variáveis binárias para capturar choques exógenos em estudos de eventos, e de Brown e Warner (1985), que discutem extensivamente a validade estatística de testes paramétricos aplicados a retornos anormais, como o

teste t . Para verificar se a média dos retornos anormais é significativamente diferente de zero, será aplicado o teste t :

$$t = \frac{\overline{AR}_i}{\frac{SD_{AR_i}}{\sqrt{N}}} \quad (06)$$

Onde t se trata da estatística t para testar a significância dos retornos anormais. $\overline{AR}_i$ a média dos retornos anormais da ação i na janela de evento; SD_{AR_i} o desvio padrão dos retornos anormais da ação i na janela de evento e N o número de observações na janela de evento.

A escolha do modelo de estudo de eventos e do CAPM como modelo de retorno esperado encontra respaldo em uma tradição consolidada na literatura financeira. Como demonstrado por Araújo et al. (2018), essa abordagem é eficaz na identificação de impactos informacionais sobre os preços dos ativos. Além disso, a inclusão de variável indicadora no modelo econométrico permite o isolamento do efeito do evento frente à dinâmica normal de mercado, o que é essencial para evitar inferências enviesadas (Silva & Pereira, 2008).

A combinação entre análise de retornos anormais e regressão com variáveis *dummy* permite uma abordagem metodológica robusta, coerente com os princípios da Hipótese de Mercado Eficiente, a qual sugere que eventos relevantes – como a Reforma Tributária – podem provocar reprecificação de ativos em decorrência da incorporação de nova informação ao mercado.

3.3 MODELO ECONOMÉTRICO

A formulação de um modelo econométrico apropriado é essencial para identificar o impacto da reforma tributária sobre os retornos das ações. Adota-se aqui

uma abordagem baseada em estudo de eventos, conforme sistematizada por MacKinlay (1997), na qual se estima a reação dos preços dos ativos diante da divulgação de informações inesperadas e economicamente relevantes.

Neste trabalho, propõe-se um modelo de regressão linear com variável indicadora para isolar o efeito do evento da reforma tributária, ajustando-se pelos movimentos do mercado, conforme proposto por autores como Silva e Pereira (2008). O modelo assume a seguinte estrutura:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma \cdot Event_t + \epsilon_{it} \quad (07)$$

Onde R_{it} representa o retorno da ação i no dia t , R_{mt} é o retorno de mercado como *proxy* o índice Bovespa, $Event_t$ é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 se o dia t estiver dentro da janela de evento e 0 caso contrário, α_i é o intercepto específico da ação, β_i o coeficiente de sensibilidade da ação ao mercado e γ o coeficiente de interesse, que mede o impacto incremental do evento sobre os retornos da ação e o termo ϵ_{it} representa o erro aleatório. Com isso, o modelo é ampliado, incorporando o termo $\sum_j \delta_j X_{it,j}$, um conjunto de variáveis de controle, de modo a verificar o impacto de outras variáveis no valor da ação, tais como o valor de mercado, o patrimônio líquido e as dívidas das empresas em análise.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma \cdot Event_t + \sum_j \delta_j X_{it,j} + \epsilon_{it} \quad (08)$$

A hipótese nula testada neste modelo é $H0: \gamma = 0$, ou seja, assume-se inicialmente que a reforma tributária não exerce impacto significativo sobre os retornos das ações. A hipótese alternativa, $H1: \gamma \neq 0$, postula que há, de fato, um efeito do evento sobre os retornos dos ativos, corroborando a relevância informacional do anúncio para o mercado.

A estimação dos parâmetros α_i , β_i e γ será realizada por meio de regressão linear ordinária (OLS, em inglês), com análise da significância estatística, por meio de testes t bilaterais, considerando um nível de significância de 5%. Para controlar potenciais problemas de heterocedasticidade ou autocorrelação nos resíduos, será realizada a verificação de pressupostos clássicos do modelo OLS e, se necessário, aplicados ajustes robustos. Conforme discutido por Araújo et al. (2018), a inclusão de variáveis indicadoras em modelos de regressão permite distinguir entre efeitos sistemáticos de mercado e choques específicos relacionados ao evento analisado. Ao comparar especificações com e sem a *dummy* de evento, é possível avaliar a relevância incremental da informação tributária na explicação das flutuações anormais dos preços das ações.

Especificamente, emprega-se um modelo de regressão linear com variável indicadora (*dummy*), que permite quantificar o efeito incremental dos eventos sobre os retornos das ações, ajustando-se pelas oscilações do mercado e características específicas das firmas: A especificação acima se diferencia da metodologia tradicional de *abnormal returns* com comparação direta entre dias pré e pós-evento (como em Silva & Pereira, 2008), ao adotar uma janela “fora do evento” que compreende todo o período amostral, exceto os 7 dias do evento. Essa escolha foi feita para maximizar o número de observações e reforçar o poder estatístico da estimativa. No entanto, reconhece-se que essa estratégia dilui potenciais efeitos sazonais e exige cautela na

interpretação³. Estudos de eventos são sensíveis à definição da janela de análise (Fan et al., 2021).

Por fim, essa modelagem busca não apenas quantificar o impacto do evento da reforma tributária, mas também compreender a forma como o mercado processa e incorpora novas informações em seus preços. Como destaca Fama (1991), a eficiência informacional dos mercados depende da rapidez e da completude com que as informações relevantes são refletidas nos preços dos ativos. Assim, o presente estudo contribui para o debate sobre a eficiência do mercado acionário brasileiro frente a mudanças estruturais na política tributária, oferecendo evidências empíricas a partir de uma modelagem econométrica sólida e fundamentada teoricamente.

Para capturar a intensidade e a direção do impacto de cada evento sobre os retornos das ações, são atribuídos pesos distintos a cada data de evento, conforme a classificação de favorabilidade do evento. A classificação dos eventos segue a Tabela 1, com a atribuição de pesos de acordo com a natureza da notícia: (i) Pesos Favoráveis: eventos classificados como favoráveis à reforma tributária recebem peso igual a 1; (ii) Pesos Neutros: eventos classificados como neutros, que não geram impacto significativo nos retornos, recebem peso igual a 0; (iii) Pesos Desfavoráveis: eventos classificados como desfavoráveis à reforma tributária recebem peso igual a -1. Esses pesos serão incluídos diretamente na variável $Event_t$, permitindo que o

³ Assim, a janela [-3, +3] foi adotada com base em literatura consolidada, permitindo capturar reações antecipadas (como leaks de informação) e ajustes pós-anúncio. Apesar disso, é recomendável que versões futuras do estudo testem janelas alternativas (ex. [-1, +1], [-5, +5]) e analisem os efeitos dia-a-dia, conforme sugerido e ilustrado na tese de Eça (2023).

modelo ajuste os retornos das ações de acordo com a natureza do evento em cada data específica.

Tabela 1 - Classificação da notícia

N.	Evento	Nota	Classificação
1º	05 de Maio de 2010	-2	Neutra
2º	04 de Agosto de 2010	7	Favorável
3º	18 de Agosto de 2011	-2	Neutra
4º	30 de Maio de 2012	-6	Desfavorável
5º	11 de Dezembro de 2012	9	Favorável
6º	22 de Setembro de 2015	-9	Desfavorável
7º	23 de Junho de 2015	0	Neutra
8º	15 de Junho de 2016	5	Favorável
9º	03 de Abril de 2019	9	Favorável
10º	16 de Agosto de 2019	9	Favorável

Nota: Se a soma for $\geq +5$ indica que a notícia foi favorável; se a soma for entre -4 e +4 indica que a notícia foi neutra; se a soma for ≤ -5 indica que a notícia foi desfavorável. O *checklist* Final para Avaliação das Notícias pode ser consultado no Anexo I. Fonte: Elaboração própria, 2025

Este modelo busca não apenas quantificar o impacto da reforma tributária sobre os retornos das ações, mas também entender como o mercado reage a essas mudanças e como as informações são processadas e refletidas nos preços dos ativos. A modelagem econométrica aqui proposta oferece uma análise robusta e detalhada da eficiência do mercado acionário brasileiro diante de mudanças estruturais na política tributária, proporcionando *insights* valiosos sobre o comportamento do mercado em resposta a eventos de grande relevância econômica.

Ademais, o uso da dummy de evento com pesos específicos atribuídos às notícias (favorável = 1, neutro = 0, desfavorável = -1) enriquece a modelagem, permitindo diferenciar reações conforme o conteúdo percebido da informação. Embora essa abordagem seja simplificadora ao assumir linearidade no impacto da classificação, ela serve como aproximação razoável da percepção de risco regulatório pelos investidores.

A robustez da modelagem é assegurada por testes de significância dos coeficientes (γ), bem como pela aplicação de correções robustas de heterocedasticidade quando necessário. Ainda que o R^2 dos modelos seja baixo, isso é esperado em estudos de eventos (Brown & Warner, 1985), pois os preços das ações são influenciados por uma multiplicidade de fatores idiossincráticos não observáveis.

Em suma, a abordagem econométrica adotada procura combinar a objetividade dos estudos de evento com uma modelagem econométrica flexível, alinhando-se à literatura especializada e às práticas mais recentes observadas em teses acadêmicas com foco em finanças e contabilidade de mercado.

3.4 DADOS

A presente pesquisa, pelo seu lado mais quantitativo, tem como objetivo central avaliar a significância estatística dos efeitos provocados pelas notícias relacionadas à Reforma Tributária no Brasil sobre os preços das ações de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Para tanto, adotou-se a metodologia de estudo de eventos (*event study*), amplamente utilizada na literatura de Finanças para mensurar os impactos informacionais de anúncios relevantes sobre o mercado de capitais. Essa abordagem permite isolar os efeitos de eventos específicos — neste caso, anúncios públicos sobre a Reforma Tributária — sobre os retornos anormais das ações, ou seja, desvios em relação ao comportamento esperado do ativo em situações normais de mercado.

A coleta de dados foi realizada a partir de duas fontes primárias. A primeira foi a plataforma Com Dinheiro, da qual foram extraídas informações financeiras e mercadológicas das empresas. A segunda fonte consistiu no portal oficial da Câmara dos Deputados (2025), onde foram identificadas propostas legislativas vinculadas à

temática da Reforma Tributária. A partir dessa busca, foram encontradas dez Propostas de Emenda à Constituição (PECs) que tratam diretamente de alterações na estrutura tributária brasileira, no intervalo temporal compreendido entre os anos de 2010 e 2020. Com base nessas propostas foi construída a Figura 1, contendo os anúncios públicos e notícias oficiais publicadas no site da Câmara dos Deputados (2025), que serviram como marcos temporais para delimitação dos eventos analisados.

Com o intuito de enriquecer a análise empírica, também foi realizada uma avaliação qualitativa por meio de análise de conjuntura econômica e política associada a cada evento identificado. Essa análise buscou contextualizar os anúncios de forma a capturar o conteúdo percebido pelo mercado em termos de seus possíveis efeitos sobre a economia e os negócios. Para tanto, foi atribuída uma pontuação a cada evento, com base em critérios como clareza da proposta, viabilidade de aprovação, impacto potencial nos custos empresariais e sinalização política (Anexo 1).

Os eventos foram então classificados de acordo com a soma dessas pontuações, como melhor detalhado no Anexo 1. Quando a soma atribuída a um evento foi igual ou superior a +5, este foi classificado como favorável, indicando uma percepção de benefícios claros para a economia e o mercado. Quando a soma esteve entre -4 e +4, o evento foi classificado como neutro, sugerindo impactos equilibrados ou incertos. Por fim, eventos com pontuação igual ou inferior a -5 foram considerados desfavoráveis, refletindo riscos significativos ou impactos negativos potenciais. Essa ponderação permitiu observar não apenas os efeitos médios dos eventos sobre os retornos acionários, mas também identificar como a natureza percebida de cada anúncio influenciou o comportamento dos preços das ações, positiva ou negativamente. A incorporação dessa perspectiva qualitativa contribui para uma

compreensão mais refinada dos canais pelos quais informações institucionais afetam o mercado financeiro.

Em relação à amostra de empresas, foram inicialmente consideradas todas as companhias com ações ativas listadas na B3, excluindo-se aquelas pertencentes ao setor financeiro, devido às características contábeis e regulatórias distintas que poderiam enviesar a análise. A aplicação desse critério resultou em uma amostra inicial de 334 empresas não financeiras. O período de análise abrange os anos de 2009 a 2020, configurando uma série temporal contínua, anterior e posterior aos eventos selecionados, permitindo o estabelecimento de janelas de estimação e de evento adequadas à metodologia adotada.

Após a identificação e classificação dos eventos específicos (Tabela 1), as estimações passaram a considerar um total de 94.819 observações. Adicionalmente, foi aplicado um filtro para coletar variáveis relevantes ao estudo, incluindo: *ticker*, nome da empresa, preço das ações, valor de mercado (*market value*), patrimônio líquido (PL), setor de atuação (conforme classificação da plataforma Com Dinheiro) e dívida bruta. Os dados foram organizados em ordem cronológica crescente, resultando inicialmente em 886.865 registros. Após a etapa de tratamento da base, que consistiu na exclusão de observações com informações incompletas — notadamente aquelas sem dados de preço de fechamento ou valor de mercado —, obteve-se uma amostra final de 316.085 registros válidos. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis utilizadas na análise.

A média do preço das ações das empresas não financeiras foi de R\$ 22,26, com um desvio-padrão de R\$ 59,28, indicando elevada dispersão e, portanto, significativa heterogeneidade entre os papéis analisados — o que pode refletir diferenças setoriais ou a presença de empresas de distintos portes na amostra. O

valor de mercado médio das companhias foi de R\$ 36.538,79 milhões, com valores que variam entre R\$ 1,12 mil e R\$ 630 milhões, revelando grande amplitude entre as firmas observadas. O retorno diário médio das ações foi de 0,0183, com alta variabilidade, o que é esperado em estudos de eventos, dado o aumento da volatilidade em torno dos anúncios. O retorno esperado e o retorno de mercado também apresentaram médias positivas, mas com desvios-padrão elevados, sugerindo a presença de observações extremas e possíveis reações intensas do mercado a fatores conjunturais. No tocante aos indicadores contábeis, o patrimônio líquido médio das empresas foi de R\$ 7.974,21 mil, com grande dispersão e inclusive valores negativos, o que pode indicar dificuldades financeiras em parte da amostra. A dívida bruta média foi de R\$ 7.088,98 mil, com máximos próximos de R\$ 493 milhões, o que também reforça a diversidade de perfis corporativos presentes na base de dados.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas na Análise

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Preço Ação	94.819	22,2560	59,2750	0,0200	1.657
Valor de Mercado	94.819	36.538,7900	3.604.216	1,1200	630.000.000
Retorno diário da Ação	94.746	0,0183	1.236.908	-0,9659	289,0000
Retorno esperado	94.746	0,2730	78,2610	-0,1135	24.098,6400
Retorno de Mercado	94.819	2,1279	633,2880	-1	195.006,0000
Patrimônio Líquido	87.145	7.974,2080	30.775,8600	-4.503,4000	344.648,4000
Dívida	85.615	7.088,9760	29.847,0100	0	492.849

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Essa base de dados consolidada permitiu a realização de testes estatísticos com o objetivo de identificar variações anormais no desempenho das ações em torno das datas dos anúncios públicos. Dessa forma, foi possível inferir o grau de sensibilidade do mercado acionário brasileiro às mudanças institucionais propostas no âmbito da Reforma Tributária, contribuindo para o entendimento dos canais de transmissão de informações políticas no contexto financeiro.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 ESTIMAÇÃO DOS RETORNOS DE NOTÍCIA NO VALOR DAS AÇÕES

Os resultados apresentados na Tabela 3 evidenciam um impacto negativo significativo nos preços das ações em resposta aos eventos relacionados à Reforma Tributária, com um coeficiente para a variável evento de -0,0144 e um valor de $p = 0,014$. Esse comportamento é consistente com a hipótese de que o aumento da incerteza regulatória provoca reações negativas no mercado, uma vez que eleva a percepção de risco e reduz os preços das ações⁴. No contexto das reformas tributárias, a incerteza sobre os impactos das mudanças fiscais pode gerar uma reação negativa, especialmente quando os investidores não têm acesso a informações completas ou quando as mudanças são vistas como complexas ou imprevisíveis (Bresser-Pereira, 2012; Krugman, 2018; feret al., 2023). Esse fenômeno é reforçado pelos achados de Massa et al. (2011), Rodrigues Galdi (2017) e Romão (2023), que indicam que reformas fiscais frequentemente geram um ambiente de incerteza, afetando principalmente as empresas mais expostas a essas mudanças.

Tabela 3 - Avaliação do Impacto Geral dos Eventos no Preço das Ações

Variável	Coeficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,1236	0,0000	[0,1205; 0,1266]
Evento	-0,0144	0,0140	[-0,0258; -0,0029]
Constante	0,0101	0,0130	[0,0021; 0,0181]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 4.015,54 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

⁴ Embora a literatura associe incerteza a problemas de assimetria de informação (Akerlof, 1970), este trabalho trata a incerteza regulatória como explicação suficiente para os resultados, sem aprofundar na modelagem da assimetria.

O valor do R^2 de 0,013, apesar de baixo, é esperado em estudos de eventos⁵, pois reflete o fato de que os preços das ações são influenciados por uma ampla gama de fatores, tanto observáveis quanto não observáveis, como variáveis idiossincráticas e eventos macroeconômicos globais, que não são completamente capturados no modelo (Brown & Warner, 1985; MacKinlay, 1997). O modelo, ainda assim, demonstra robustez na sua significância estatística, com o valor de F igual a 4.015,54 ($p < 0,001$), o que indica que, embora o modelo não explique totalmente a variação nos preços, os coeficientes estimados são confiáveis e refletem uma reação genuína dos mercados a esses eventos⁶.

A literatura sobre mudanças fiscais e reformas tributárias corrobora esses resultados. Romão (2023) e Pestana (2024) argumentam que reformas tributárias frequentemente envolvem incertezas e mudanças estruturais complexas, que podem resultar em reações adversas do mercado, principalmente quando os investidores percebem um aumento no risco fiscal e regulatório. Isso sugere que os impactos negativos observados nos preços das ações podem ser atribuídos à percepção de

⁵ A título de robustez, a janela de evento originalmente definida em $[-3; +3]$ dias foi reduzida para $[-1; +1]$. Os resultados permaneceram consistentes: o coeficiente da variável evento manteve sinal negativo e significância estatística (aprox. $-0,014$; $p \approx 0,014$), indicando queda imediata nos retornos. A alteração reduziu o número de observações na janela e, portanto, o poder estatístico, mas reforçou que o efeito adverso das notícias de reforma tributária ocorre de forma concentrada no curtíssimo prazo, sem modificar a direção ou a interpretação central dos achados. Para mais informações, consultar Tabela A 25.

⁶ Reconhece-se a relevância metodológica da análise gráfica da trajetória dos retornos anormais (AR e CAR) ao longo da janela do evento, como exemplificado em Eça (2023). Representações visuais desse tipo oferecem maior granularidade à interpretação dos efeitos, permitindo observar a dinâmica diária de ajustes de preços diante de eventos regulatórios. No entanto, decidiu-se não incorporar esses gráficos por dois motivos principais: (i) a elevada quantidade de eventos analisados — com características heterogêneas e pesos distintos — tornaria a visualização excessivamente fragmentada e potencialmente poluída, comprometendo a objetividade expositiva; e (ii) o foco central do estudo reside na identificação de padrões médios agregados, em vez de análises por evento individual ou por dia específico.

risco associado a essas mudanças institucionais, conforme destacado por estudiosos como Diamond e Verrecchia (1991). A incerteza acerca dos efeitos dessas reformas pode ser particularmente acentuada em um contexto como o brasileiro, onde o sistema tributário é historicamente complexo e volátil (Baleeiro, 2015; Hable, 2018).

Ao adicionar variáveis contábeis, tais como o valor de mercado, o patrimônio líquido e o endividamento das empresas, observamos que, embora o valor de mercado tenha um coeficiente estatisticamente significativo, sua magnitude numérica é reduzida em função da escala da variável, que assume valores entre milhões e bilhões de reais. Assim, um acréscimo unitário no valor de mercado implica naturalmente em variações mínimas nos retornos no curto prazo. A interpretação econômica deve ser feita considerando incrementos compatíveis com a ordem de grandeza da variável, de modo que o impacto se torne mais perceptível. Isso pode ser interpretado à luz da teoria de Fama (1991), que afirma que o retorno das ações é determinado por uma combinação complexa de variáveis financeiras, mas também por fatores não observáveis, como expectativas futuras e o contexto econômico global (Akerlof, 1970). A ausência de um efeito substancial do tamanho da empresa sugere que o impacto imediato das reformas fiscais pode estar mais relacionado ao risco percebido e à estrutura de capital das empresas, em vez do tamanho absoluto de uma empresa.

Tabela 4 - Análise do Impacto de Variáveis Externas no Preço das Ações

Variável	Coeficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	-0,0001	0,0000	[-0,0000885; -0,0000772]
Valor de Mercado	0,0000	0,0000	[-4,15e-08; -2,52e-08]
Patrimônio Líquido	0,0002	0,0000	[0,0001463; 0,0001629]
Dívida	-0,0001	0,0000	[-0,0001575; -0,0001405]
Constante	2182,2070	0,0000	[2.140,323; 222.409]

Nota: Resultados da regressão linear com 85.606 observações. O valor de F e o p-valor não foram reportados. O R^2 foi de 0,0018, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 59.482. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Por outro lado, o endividamento bruto exerce um efeito negativo sobre os preços das ações, o que está alinhado com os achados de DeAngelo e Masulis (1980), que destacam a alavancagem como um fator-chave na avaliação do risco das empresas. Níveis elevados de endividamento tendem a aumentar a vulnerabilidade das empresas a mudanças inesperadas nas políticas fiscais, pois a alavancagem reduz a flexibilidade financeira para absorver choques externos. Esse entendimento é consistente com a literatura de estrutura e custo de capital, segundo a qual maior endividamento eleva a exposição a riscos regulatórios e a restrições financeiras, intensificando a sensibilidade a eventos institucionais, como reformas tributárias (DeAngelo & Masulis, 1980; Diamond & Verrecchia, 1991). De modo semelhante, Araújo et al. (2018) reforçam que empresas com maior alavancagem enfrentam maior instabilidade no valor de mercado em cenários de incerteza fiscal. O patrimônio líquido, por sua vez, exerce um efeito positivo sobre os preços das ações, o que sugere que empresas com maior solidez financeira e menores níveis de endividamento tendem a enfrentar com mais eficiência as oscilações provocadas por mudanças na política tributária.

Na Tabela 5 é apresentada uma transformação logarítmica das variáveis contábeis, o intuito é suavizar aspectos relacionados à heterocedasticidade e possíveis efeitos não lineares. O modelo com logaritmos apresenta um aumento considerável no poder explicativo ($R^2 = 0,4264$), sugerindo que as variáveis financeiras das empresas são determinantes importantes para a explicação das variações de preços das ações quando essas características são modeladas de forma mais flexível. O coeficiente para o logaritmo do valor de mercado é positivamente significativo, indicando que empresas maiores (em termos de valor de mercado) podem ter uma resposta mais robusta às reformas fiscais, o que está em linha com as conclusões de

Diamond e Verrecchia (1991), que argumentam que firmas de maior porte tendem a absorver choques institucionais com mais eficiência. Essa interpretação é reforçada por Diamond e Verrecchia (1991), Merton (1987), cujos estudos evidenciam que empresas maiores, por sua estrutura organizacional e maior capacidade de planejamento, exibem maior resiliência frente a mudanças no ambiente regulatório.

Tabela 5 - Análise do Impacto de Variáveis Externas no Preço das Ações em Log

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	-0,2385	0,1090	[-0,5300; 0,0531]
Log Valor de Mercado	6.297.834	0,0000	[6.225.768; 63.699]
Log Patrimônio Líquido	-1.454.847	0,0000	[-1.534.527; -1.375.167]
Log Dívida	-1.603.699	0,0000	[-1.660.307; -154.709]
Constante	-1.195.534	0,0000	[-1.225.146; -1.165.923]

Nota: Resultados da regressão linear com 72.016 observações. O valor de F e o p-valor não foram reportados. O R^2 foi de 0,4264, indicando que o modelo explica aproximadamente 42,64% da variação da variável dependente. O erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 8.871. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Ademais, tanto o logaritmo do patrimônio líquido quanto o logaritmo da dívida apresentam coeficientes negativos e significativos, sugerindo que empresas com maiores níveis de patrimônio líquido e menores níveis de alavancagem respondem de maneira mais favorável a reformas tributárias, dado que essas empresas possuem maior solidez financeira para lidar com eventuais aumentos de impostos ou mudanças nas obrigações fiscais. Esse comportamento pode ser interpretado sob a ótica da teoria de estrutura de capital proposta por Modigliani e Miller (1958), que sugere que empresas com baixa alavancagem têm maior flexibilidade financeira para absorver choques externos, como mudanças nas políticas fiscais. Resultados semelhantes foram observados por DeAngelo e Masulis (1980) e Diamond e Verrecchia (1991) que identificaram que empresas menos alavancadas e com maior capital próprio tendem a exibir menor volatilidade e maior estabilidade nos preços de suas ações diante de eventos tributários disruptivos.

A análise empírica dos dados revela que as reformas fiscais e as mudanças no regime tributário têm um impacto significativo no mercado acionário brasileiro, com efeitos negativos imediatos nos preços das ações em torno dos anúncios dos eventos. Os resultados indicam, ainda, que características específicas das empresas — como sua estrutura de capital e tamanho — influenciam a magnitude da resposta do mercado. Empresas maiores e com maior patrimônio líquido demonstram uma capacidade maior de absorver as incertezas fiscais, enquanto as mais alavancadas tendem a ser mais penalizadas. Essas evidências reforçam os achados de Merton (1987) e Diamond e Verrecchia (1991), que destacam o papel da robustez financeira na mitigação de riscos regulatórios.

Em síntese, a análise empírica dos dados sugere que as reformas fiscais, especialmente aquelas que envolvem mudanças no regime tributário, exercem um impacto significativo sobre o mercado acionário brasileiro, com uma reação negativa imediata nos preços das ações em torno dos anúncios. Esse impacto, no entanto, não ocorre de maneira homogênea entre as empresas, sendo mediado por fatores como estrutura de capital e porte. Empresas com maior patrimônio líquido e menor alavancagem tendem a responder de forma mais resiliente a esses choques, o que corrobora tanto a teoria da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958) quanto os achados empíricos de DeAngelo e Masulis (1980), que apontam para uma maior capacidade de adaptação por parte de firmas com maior solidez financeira. De maneira semelhante, empresas de maior porte demonstram menor sensibilidade a mudanças institucionais, como observado por Merton (1987) e confirmado por Diamond e Verrecchia (1991), que associam o tamanho das firmas à sua capacidade de lidar com riscos regulatórios e assimetrias informacionais.

Esses resultados ampliam a compreensão dos canais de transmissão entre mudanças fiscais e comportamento do mercado financeiro, especialmente à luz da teoria da informação assimétrica, conforme proposta por Akerlof (1970). Em contextos de incerteza, como os provocados por reformas tributárias, a escassez de informações claras intensifica o risco percebido pelos investidores, levando a reações defensivas no curto prazo. Assim, a estrutura financeira das empresas funciona como um moderador dessas reações, com empresas mais robustas sendo menos penalizadas.

Do ponto de vista da política econômica, os achados deste estudo sugerem que reformas fiscais devem ser acompanhadas de medidas que reduzam a incerteza e aumentem a previsibilidade — como mecanismos de comunicação transparente e fases de transição bem definidas — a fim de mitigar a volatilidade dos mercados. Em última instância, reforça-se a importância de um ambiente institucional estável e informacionalmente eficiente para o funcionamento adequado do mercado acionário.

4.1.1 Estimação dos retornos de notícia no valor das ações considerando os pesos

A comparação entre os resultados apresentados nas Tabelas 3 e 6 permite uma reflexão sobre o aprimoramento da qualidade analítica ao se incorporar pesos específicos às notícias relacionadas à Reforma Tributária. Enquanto na Tabela 3, a variável Evento apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo (-0,0144; $p = 0,014$), indicando que, de forma geral, os eventos tributários impactam negativamente os preços das ações. Este resultado, conforme destacado, é consistente com a hipótese de assimetria informacional (Akerlof, 1970), segundo a qual agentes com diferentes níveis de informação tendem a reagir de maneira desigual a eventos inesperados, como reformas tributárias.

Na Tabela 6, ao considerar o Peso do Evento, que representa a relevância atribuída a cada notícia, observa-se um coeficiente também negativo (-0,0126), porém com significância estatística marginal ($p = 0,074$). Embora o valor de p não atinja o nível convencional de 5%, sua proximidade sugere que os eventos mais relevantes tendem a exercer maior pressão negativa sobre os preços das ações. Isso indica que o uso de pesos contribui para capturar melhor a heterogeneidade da percepção dos investidores em relação ao conteúdo e à intensidade das informações divulgadas.

Tabela 6 - Avaliação do Impacto Geral dos Eventos no Preço das Ações: considerando pesos específicos das notícias

Variável	Coeficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,1236	0,0000	[0,1205; 0,1266]
Peso do Evento	-0,0126	0,0740	[-0,0264; 0,0012]
Constante	0,0101	0,0130	[0,0021; 0,0180]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 3.688,53 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Essa melhoria qualitativa no modelo pode ser interpretada como uma aproximação à realidade dos mercados informacionalmente imperfeitos, onde não apenas a ocorrência de um evento importa, mas também a intensidade percebida da informação veiculada. A introdução do peso confere uma dimensão adicional ao estudo de eventos, indo além da simples dicotomia presença/ausência de evento, o que é particularmente relevante em um contexto de alta complexidade institucional como o sistema tributário brasileiro (Baleeiro, 2015; Hable, 2018).

Além disso, o fato de o R^2 permanecer constante (0,0130) em ambos os modelos pode ser interpretado de maneira não negativa. Em estudos de eventos, é esperado que a variabilidade explicada pelos modelos seja limitada (El Ghouli et al., 2022; Kaspereit, 2021), dada a multiplicidade de fatores que influenciam os preços das ações. Portanto, a constância do R^2 , aliada à melhoria na coerência do sinal do

coeficiente e à aproximação da significância estatística, reforça a utilidade do modelo com pesos como ferramenta mais refinada de análise.

A literatura sobre avaliação de impacto de políticas fiscais corrobora essa abordagem. Estudos como os de Massa et al. (2011), Romão (2023) e Pestana (2024) apontam que a complexidade e imprevisibilidade das reformas tributárias tendem a gerar reações mais intensas nos mercados quando os agentes percebem maior risco regulatório. Assim, atribuir pesos maiores a eventos considerados mais relevantes permite que o modelo reflita melhor essa percepção de risco assimétrico, que não é captada adequadamente quando todos os eventos são tratados de forma homogênea.

Por fim, o uso de pesos também se alinha à perspectiva proposta por Stiglitz e Weiss (1981) sobre a importância da qualidade e da credibilidade das informações no processo decisório dos investidores. Informações mais impactantes — por serem mais incertas, mais abrangentes ou mais inesperadas — tendem a provocar reações mais fortes, mesmo que seu conteúdo técnico seja similar ao de eventos menos relevantes. Portanto, o modelo com pesos oferece uma representação mais realista das dinâmicas informacionais do mercado acionário em resposta a eventos institucionais complexos, como a Reforma Tributária.

4.2 ESTIMAÇÃO DOS RETORNOS DE NOTÍCIA NO VALOR DAS AÇÕES POR EVENTO

A Tabela 7 apresenta os resultados da estimação dos retornos das notícias no valor das ações por evento específico. Como observado, os retornos de mercado apresentam uma relação estatisticamente significativa com os preços das ações em todos os eventos analisados, com p-valores próximos de zero. Esses resultados reiteram o entendimento de que, em um mercado eficiente, as variações nos preços

das ações estão correlacionadas com os movimentos do mercado em geral, uma vez que informações públicas impactam simultaneamente o valor das ações de todas as empresas (Fama, 1991).

Esses achados também dialogam com a teoria da assimetria informacional (Akerlof, 1970; Laffont & Martimort, 2002), uma vez que reformas tributárias e anúncios governamentais frequentemente criam um ambiente de incerteza regulatória e distribuição imperfeita de informações. Em contextos de instabilidade normativa, como é historicamente o caso do Brasil, a exemplo das PECs em Fragmentação Institucional), agentes econômicos com maior capacidade analítica tendem a reagir mais rapidamente, gerando retornos anormais e ampliando a volatilidade do mercado (Guo & Hung, 2020; Cheng et al., 2023).

Em relação ao impacto específico dos eventos sobre os preços das ações, observa-se uma grande heterogeneidade nos resultados. Por exemplo, no evento de 05 de maio de 2010, o coeficiente do evento é negativo e estatisticamente significativo (-0,0088; $p = 0,009$), sugerindo que o anúncio teve um impacto adverso sobre o preço das ações. Esse comportamento pode ser interpretado à luz da metodologia de estudo de eventos (Dayarathne & Lakshman, 2013; MacKinlay, 1997), a qual sustenta que o mercado reage de forma imediata e sensível a choques informacionais inesperados, especialmente quando envolvem mudanças regulatórias..

Tabela 7 - Estimativa dos Retornos de Notícias no Valor das Ações por Evento Específico

Variável	Evento									
	05May2010	04Aug2010	18Aug2011	30May2012	11Dec2012	22Sep2015	23Jun2015	15Jun2016	03Apr2019	16Aug2019
Retorno de Mercado	0.2081** (0.000)	0.2146** (0.000)	0.0727** (0.000)	0.0784** (0.000)	0.0746** (0.000)	0.1349** (0.000)	0.1270** (0.000)	0.1057** (0.000)	0.1202** (0.000)	0.1318** (0.000)
Evento	-0.0088** (0.009)	0.0028 (0.308)	0.0046 (0.079)	0.0058 (0.111)	-0.0081 (0.162)	-0.0458 (0.138)	0.8040 (0.316)	-0.0621** (0.015)	-0.0039 (0.198)	-0.0046 (0.385)
Constante	-0.0011** (0.014)	-0.0017** (0.000)	-0.0032** (0.000)	-0.0030** (0.000)	0.0037 (0.472)	0.0382 (0.221)	-0.0006 (0.601)	0.0615** (0.008)	0.0027 (0.142)	0.0031* (0.059)
Observações	9.101	9.348	9.673	9.775	9.690	10.116	10.068	10.084	11.487	12.173
R-squared	0.6274	0.6342	0.3976	0.5075	0.0121	0.0080	0.0066	0.0033	0.3639	0.5762

Nota: Coef. refere-se ao coeficiente estimado, e p ao p-valor. A notação com asteriscos indica o nível de significância estatística: $p < 0,10$ (*), $p < 0,05$ (**), e $p < 0,01$ (***). A variável peso_evento foi omitida em algumas regressões devido à colinearidade ou por não ser estatisticamente significativa. Os valores associados a cada evento representam o impacto ajustado por peso_evento; para os casos em que essa variável foi omitida, não há valor disponível. O número de observações varia entre 9.101 e 12.173, dependendo do evento. Todos os modelos são altamente significativos, com valores de Prob > F próximos de 0, e R^2 variando entre 0,0033 e 0,6342. A classificação dos eventos segue a pontuação atribuída conforme critérios do Anexo I. Eventos com soma $\geq +5$ foram considerados favoráveis, entre -4 e +4 neutros, e ≤ -5 desfavoráveis. A pontuação reflete a percepção de impacto econômico e regulatório associado a cada anúncio. Para mais informações, olhar Tabela 1.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Esse impacto negativo também se conecta com a percepção de risco fiscal discutida por Romão (2023) e Pestana (2024), que argumentam que a insegurança sobre transições normativas em reformas tributárias pode provocar reações adversas dos investidores. O caso de 05 de maio de 2010, por exemplo, pode ser interpretado como um reflexo dessa percepção de risco ampliada, possivelmente alimentada por comunicação institucional pouco clara (Rodrigues & Galdi, 2017) ou pelo histórico de reformas fragmentadas e pouco previsíveis no Brasil

No evento de 04 de agosto de 2010, o coeficiente do evento é positivo (0,0028), mas não significativo ($p = 0,308$), sugerindo ausência de impacto relevante. Isso pode estar relacionado à hipótese de eficiência fraca do mercado (Fama, 1991) ou a um cenário onde a informação já havia sido incorporada previamente aos preços dos ativos. Esse tipo de resultado também pode ser entendido a partir de Silva e Machado (2019), que aponta como a ausência de “sentimento negativo” na mídia em torno de determinado evento contribui para respostas neutras do mercado, mesmo diante de mudanças regulatórias.

Por fim, a ausência de significância estatística em alguns eventos, como os de 22 de setembro de 2015 e 03 de abril de 2019, indica que nem todos os choques informacionais provocam reações claras ou uniformes. Como destaca Merton (1987), o impacto de um evento pode ser atenuado ou potencializado por variáveis macroeconômicas e expectativas globais. Adicionalmente, o contexto de reformas tributárias no Brasil, caracterizado por tentativas recorrentes e fragmentadas de mudança (PECs 45/2019, 140/2015, etc.), pode levar o mercado a interpretar certos anúncios como ruído, diminuindo sua capacidade de gerar surpresa e, portanto, retorno anormal.

4.2.1 Estimação dos retornos de notícia no valor das ações por setor

A Tabela 8, juntamente com as Tabelas A1 a A24 (Apêndice 1), apresentam os resultados por setor econômico, revelando que o impacto dos eventos sobre os preços das ações varia consideravelmente entre os setores. Essa heterogeneidade é compatível com a literatura de estudos de eventos, que reconhece que os efeitos de um mesmo choque informacional podem ser distintos entre setores, devido a diferentes níveis de exposição, estrutura de capital, sensibilidade a políticas fiscais e à presença de informação assimétrica (MacKinlay, 1997; Lang & Stulz, 1992).

A análise dos coeficientes do evento indica que os setores mais expostos a políticas públicas ou mudanças fiscais apresentam reações mais acentuadas aos eventos. Por exemplo, o setor de Construção e Imóveis mostra um coeficiente negativo para o evento (-0,0143, $p = 0,038$), sugerindo que eventos que impactam diretamente as políticas fiscais ou regulamentações tendem a afetar negativamente as empresas desse setor. Esse resultado é consistente com a literatura que explora a sensibilidade do setor à regulação e políticas fiscais, como discutido por Lima (2019), e com os argumentos de Piotroski e Roulstone (2004), que mostram que a assimetria informacional setorial pode amplificar reações negativas a notícias públicas incertas ou desfavoráveis.

Tabela 8 - Estimativa dos Retornos de Notícias no Valor das Ações por Setor Econômico

Setor	Coef. Evento	Coef. Retorno Merc.	Coef. Constante	N.	R-squared
Agronegócio	-0,0029 (0,448)	0,5086 ** (0,164)	0,0020 ** (0,164)	14860	0,0223
Alimentos Processados	-0,0098 (0,386)	-0,0139 (0,987)	0,01381 (0,987)	6,8760	0,0000
Bens de Consumo e Varejo	0,00332 (0,137)	0,8843 *** (0,000)	-0,0008 (0,137)	3,0680	0,6722
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	-0,05832 (0,107)	0,1224 ** (0,000)	0,0181 (0,107)	3,5260	0,1442
Celulose, Papel e Madeira	0,00346 (0,465)	116,701 *** (0,000)	0,0000 (0,465)	1,8880	0,7011
Comércio	0,00686 (0,550)	0,6011 ** (0,000)	0,0002 (0,550)	4,3140	0,8693

Setor	Coef. Evento	Coef. Retorno Merc.	Coef. Constante	N.	R-squared
Construção e Imóveis	-0,01438 ** (0,038)	-0,00246 (0,953)	0,00778 (0,953)	13,3050	0,0000
Energia e Serviços Básicos	-0,01744 (0,102)	0,1317 ** (0,360)	0,0092 (0,360)	12,3360	0,0002
Indústria	-0,15217 (0,254)	-8,037.179 (0,417)	0,10034 (0,254)	3,9680	0,0084
Ind. - Construção Pesada	-0,01224 (0,135)	0,4848 ** (0,093)	0,01180 (0,093)	101,0000	0,3918
Ind. - Materiais de Construção	-0,0007 (0,575)	0,8413 ** (0,00)	0,00013 (0,575)	1,8320	0,6550
Informática	-0,00747 (0,199)	0,8974 *** (0,000)	0,00717 (0,199)	3,1330	0,0203
Metalurgia e Siderurgia	-0,00412 (0,253)	0,8922 *** (0,000)	0,00349 (0,253)	4,2870	0,0355
Mineração	-0,0003 (0,757)	1,008.777 *** (0,000)	-3.59e-06 (0,757)	803,0000	0,9846
Participações	0,00478 (0,766)	0,9575 *** (0,000)	0,03527 (0,766)	16,0000	0,9712
Petroquímico	0,01279 (0,222)	1,267.004 *** (0,000)	-0,00031 (0,222)	676,0000	0,6089
Saúde	0,0047 (0,650)	0,8332 *** (0,000)	-0,00027 (0,650)	5,8140	0,5723
Serviços	0,00002 (0,87)	0,8535 *** (0,000)	0,00035 (0,987)	2,6140	0,8305
Serviços Educacionais	0,00002 (0,980)	0,9877 *** (0,000)	-0,00017 (0,980)	2,1910	0,8641
Telefonia e Comunicações	-0,00329 (0,436)	0,7790 ** (0,000)	0,00400 (0,436)	3,3980	0,0983
Transportes	-0,00125 (0,123)	0,9234 ** (0,000)	0,00027 (0,123)	5,7120	0,2173
Utilidades Domésticas	-0,00148 (0,642)	0,7118 ** (0,000)	-0,00031 (0,642)	1,0890	0,5477
Água e Saneamento	-0,0045 (0,800)	1,057.715 *** (0,000)	-0,00011 (0,800)	1,5720	0,9403

Nota: Coef. refere-se ao coeficiente estimado, e p ao p-valor. A notação com asteriscos indica o nível de significância estatística: $p < 0,10$ (*), $p < 0,05$ (**), e $p < 0,01$ (***). Os setores que não foram possíveis de analisar por conter dados suficientes foram: Holding Indústria, Ind. - Material Rodoviário, Ind. - Máquinas e Equipamentos e Tecido, Vestuário e Calçados. As tabelas completas e desagregadas encontram-se no Apêndice 1. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Adicionalmente, a reação negativa do setor pode ser explicada pela teoria de canais de transmissão informacional diferenciados (Verrecchia, 1982), segundo a qual os investidores interpretam as notícias setorialmente com base na previsibilidade e relevância da informação para aquele grupo específico de empresas. Em setores como o de construção, onde a estrutura de financiamento depende fortemente de expectativas fiscais e crédito direcionado, a incerteza causada por eventos

relacionados à reforma tributária pode gerar revisões pessimistas nas expectativas de fluxo de caixa futuro.

Por outro lado, setores como Mineração e Petróleo e Gás, com coeficientes de retorno de mercado altamente significativos (ex. Mineração: 1,008.777; $p = 0,000$), mas impacto de evento não significativo (0,000), sugerem que os preços das ações destes setores são mais sensíveis a fatores externos, como os preços internacionais de commodities ou regulamentações globais, ao invés de eventos locais. Este comportamento reflete a teoria de expectativas racionais (Lucas, 1972) e a hipótese de integração de mercados financeiros globais (Merton, 1987), que argumentam que setores com forte orientação exportadora ou sensibilidade ao comércio global tendem a reagir mais a informações macroeconômicas globais do que a choques locais.

Além disso, conforme destacado por Roll (1988), parte substancial da variância nos preços das ações pode estar relacionada a fatores que não são observáveis diretamente, como expectativas de política econômica internacional ou choques exógenos, o que ajuda a entender a baixa significância estatística de eventos locais para esses setores globalizados. Isso também dialoga com a literatura de microestrutura de mercado, segundo a qual a sensibilidade dos preços à informação depende da profundidade e liquidez do setor (Kyle, 1985).

Os resultados obtidos nas análises realizadas indicam, portanto, que o impacto de eventos fiscais e econômicos sobre o valor das ações é fortemente mediado por características setoriais, especialmente no que tange ao grau de exposição a políticas públicas e à estrutura de dependência de informação privilegiada. A relação observada entre os retornos de mercado e os preços das ações das empresas está alinhada com as hipóteses da teoria da eficiência do mercado (Fama, 1991), mas o impacto dos eventos específicos varia significativamente, evidenciando que a

assimetria informacional e a interpretação subjetiva das notícias pelos agentes são fatores centrais na reação do mercado.

Essa evidência contribui para o aprofundamento da literatura que relaciona políticas fiscais e comportamento do mercado acionário, sugerindo que políticas públicas, mesmo quando amplamente divulgadas, podem gerar reações desiguais no mercado em função da estrutura econômica dos setores, sua integração internacional e o grau de eficiência informacional percebido (Black, 1986; Piotroski & Roulstone, 2004; Verrecchia, 1982).

5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo analisar o impacto das notícias de Reforma Tributária Brasileira no mercado acionário, com foco na assimetria informacional e nos retornos anormais gerados por eventos fiscais. A metodologia utilizada envolveu uma análise de eventos, aplicando o modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para calcular os retornos anormais das empresas não financeiras listadas na B3 entre 2009 e 2020. A partir dessa abordagem, buscou-se compreender como mudanças na legislação tributária impactam os preços das ações e como a assimetria informacional influencia a reação do mercado.

Os resultados indicam que, de modo geral, os eventos fiscais têm um impacto significativo sobre os preços das ações, com um efeito particularmente relevante nos retornos de mercado, que se mostraram consistentes e significativos ao longo de todo o período analisado. Contudo, os efeitos específicos dos eventos variaram conforme o peso do evento e o setor econômico, com alguns setores apresentando reações mais acentuadas do que outros. O setor de Construção e Imóveis, por exemplo, mostrou-se particularmente sensível a mudanças nas políticas fiscais e tributárias, o que pode ser atribuído à natureza altamente regulada deste setor. Em contrapartida, setores globalizados, como Mineração e Petróleo, reagiram mais às variáveis globais, como preços de *commodities* e tendências internacionais, do que a eventos fiscais locais. Esses achados corroboram as premissas de que o impacto das reformas fiscais no mercado acionário é mediado por uma série de fatores, como o grau de exposição setorial a políticas públicas e a percepção do mercado em relação à informação assimétrica.

Além disso, a análise de notícias fiscais e sua relação com os preços das ações revelou que os eventos com grande peso informacional podem aumentar a volatilidade dos preços, especialmente quando geram incertezas entre os investidores. Essa interpretação está alinhada com a teoria da informação assimétrica (Akerlof, 1970), que sugere que a falta de informação clara e a assimetria no mercado podem amplificar as reações dos investidores, levando a um comportamento mais errático nos preços das ações. O modelo utilizado, embora significativo, apresentou um R^2 relativamente baixo, o que indica que a análise de eventos fiscais por si só não é suficiente para explicar completamente as flutuações do mercado acionário, sugerindo que outras variáveis, como expectativas macroeconômicas ou fatores globais, também desempenham papéis importantes.

Entre as limitações do estudo estão algumas que devem ser reconhecidas. Em primeiro lugar, a limitação temporal da análise (2009-2020) pode não capturar eventos futuros ou as implicações de reformas tributárias mais recentes que ainda não foram implementadas. Além disso, a análise se concentrou apenas nas empresas não financeiras da B3, o que restringe a generalização dos resultados para outros setores da economia, como instituições financeiras, que podem reagir de maneira diferente a mudanças tributárias. Outro ponto relevante é a dificuldade de controle da informação assimétrica, pois variáveis como o grau de transparência das empresas e a qualidade das informações divulgadas podem influenciar os resultados de maneira difícil de quantificar.

Além disso, a magnitude do impacto de eventos fiscais pode variar conforme as diferentes percepções do mercado e a capacidade de adaptação das empresas a reformas tributárias. O modelo utilizado, embora adequado para uma análise preliminar, pode ser aprimorado por meio de metodologias mais sofisticadas, como

modelos de séries temporais ou análises com variáveis mais complexas que capturem melhor a dinâmica macroeconômica e os fatores externos que influenciam o mercado.

Em termos de pesquisa futura, seria interessante investigar como as expectativas prévias dos investidores influenciam a reação do mercado nas reformas fiscais, levando em consideração fatores como credibilidade das políticas públicas e o nível de incerteza econômica. Além disso, seria relevante analisar o impacto de reformas fiscais em mercados emergentes de maneira mais ampla, para identificar padrões que possam ser aplicados em outros contextos socioeconômicos. Estudos comparativos entre países com diferentes modelos fiscais e níveis de transparência poderiam trazer *insights* valiosos sobre como a informação assimétrica e a percepção de risco afetam a resposta do mercado acionário a eventos fiscais. Ainda assim, considera-se para desdobramentos futuros da pesquisa, sobretudo para aprofundamentos com janelas assimétricas e modelagens diferenciadas por tipo de evento; podendo explorar a decomposição diária dos efeitos por evento específico e por setor, integrando gráficos de retornos acumulados com bandas de confiança e testes de robustez para diferentes janelas, como observado em Godlewski e Sanditov (2015) e Bennett e Nikolaev (2018).

Este trabalho contribui para a literatura contábil quanto aos efeitos de reformas tributárias sobre os mercados financeiros, incorporando a perspectiva da informação assimétrica e utilizando uma análise empírica robusta com dados específicos do mercado brasileiro. Oferecendo assim contribuições sobre como as empresas não financeiras reagem às mudanças nas políticas fiscais e como esses efeitos são mediados pela percepção de risco dos investidores e pelas características específicas de certos setores da economia. Além disso, o estudo destaca a importância de se considerar a disseminação da informação e a qualidade das notícias fiscais como

fatores que podem modificar significativamente o impacto das reformas tributárias no mercado de ações.

Por fim, embora este estudo forneça uma análise detalhada e relevante para o contexto brasileiro, ele também abre espaço para futuras investigações que possam ampliar nossa compreensão dos mecanismos de resposta do mercado a reformas tributárias e outros eventos fiscais. As limitações apontadas são desafios a serem superados, e as novas direções de pesquisa podem ajudar a refinar ainda mais o entendimento dos fatores que influenciam o comportamento do mercado acionário frente a mudanças nas políticas públicas.

REFERÊNCIAS

- Afonso, J. R. (2013). *Economia Política da Reforma Tributária: O Caso Brasileiro*. Woodrow Wilson International Center For Scholars. https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-03/a-economia-pol_tica-da-reforma-tribut_ria.pdf
- Afonso, J. R., Biasoto Junior, G., & Viana, M. F. (2023). Reforma da tributação indireta: uma simulação de impactos setoriais. *Revista Conjuntura Econômica*, 77(10), 22-30. <https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/91678/86128>
- Akerlof, G. A. (1970). *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Araújo, E. C. C. de., Rodrigues, V. R. dos. S., Monte-Mor, D. S., & Correia, R. D. (2018). Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(51), 41-58. <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/2626/2015>
- Bacha, E. L., Taylor, L., Malan, P. S., & Modiano, E. M. (1980). Models of growth and distribution for Brazil. In L. Taylor (Ed.), *Macro models for developing countries* (pp. 251–275). McGraw-Hill.
- Baleeiro, A (2015). *Direito tributário brasileiro*. Forense.
- Bennett, D. L., & Nikolaev, B. (2019). Economic freedom, public policy, and entrepreneurship. Em J. Gwartney, R. A. Lawson, J. C. Hall, & R. Murphy (Eds.), *Economic Freedom of the World: 2019 Annual Report* (pp. 199-224). Fraser Institute. <https://www.fraserinstitute.org/sites/default/files/economic-freedom-of-the-world-2019.pdf>
- Bitencourt, W. A., & Iquiapaza, R. A. (2024). Economic policy uncertainty, sentiment and Brazilian stock market performance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 35(94), e1877. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231877.pt>
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 528–543. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513.x>
- Bresser-Pereira, L. C. (2012). *A Crise do Capitalismo Global*. Editora 34.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Buenos, K., Santos, J. A. M., & Godinho, L. A. de. C. (2023). A complexidade do sistema tributário e a necessidade de simplificação. *Intrépido: Iniciação Científica*, 2(1), 1-17. <https://periodicos.famig.edu.br/index.php/intrepido/article/view/409/319>

- Cabello, O. G., & Nakao, S. H. (2021). Complexidade, conformidade e arrecadação tributária. *Economia e Sociedade*, 30(3), 1033-1050. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2021v30n3art10>
- Câmara dos Deputados. (2025). *Transparência e prestação de contas. Palácio do Congresso Nacional - Praça dos Três Poderes*. Brasília - DF – Brasil. <https://www.camara.leg.br/>
- Cheng, H., Chen, X., & Qi, S. (2023). Asymmetric corporate tax compliance: Evidence from a tax reform in China. *China Economic Review*, 79, 101967. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4196435>
- Costa, L., Ribeiro, A., & Machado, C. (2021). Determinantes do preço de mercado das ações: evidência empírica para o PSI 20. *GESTIN-Revista Internacional de Gestão, Direito e Turismo*, (22), 41-53. <https://gestin.ipcb.pt/index.php/ijmlt/article/view/42>
- Dayarathne, D. A. I., & Lakshman, R. (2013). Sensitivity of stock prices to economic events: econometric evidence from Sri Lankan stock market and US stock market. *Sabaragamuwa University Journal*, 11(1), 21-32. <http://repo.lib.sab.ac.lk:8080/xmlui/handle/123456789/722>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. *The Journal of Finance*, 35(2), 453-464. <https://doi.org/10.2307/2327405>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Eça, J. P. A. (2023). *Essays on debt renegotiation: determinants, market reaction and earnings management*. (Tese de doutorado, Universidade de São Paulo). Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-05052023-194743/pt-br.php>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Mansi, S. A., & Sy, O. (2022). Event studies in international finance research. *Journal of International Business Studies*, 54(2), 344–364. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00534-6>
- Emenda Constitucional n. 132, de 20 de dezembro de 2023. (2023). Altera o Sistema Tributário. Brasília, 2023. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc132.html
- Evans, C. (2012). Tax governance issues: managing system complexity. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 31(1), 30-35. <https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2012.00170.x>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>

- Fan, L., Habibov, N. N., Lyu, Y., Auchynnikava, A., & Luo, R. (2021). The paradox of institutional trust and entrepreneurship in transitional countries. *Studies of Transition States and Societies*, 13(2), 3-22. <https://doi.org/10.58036/stss.v13i2.1009>
- Gerard, F., Naritomi, J., & Seibold, A. (2018). *Tax systems and inter-firm trade: evidence from the VAT in Brazil*. London School of Economics. https://www.ntanet.org/wp-content/uploads/2019/03/Session1211_Paper1888_FullPaper_1.pdf
- Godlewski, C. J., & Sanditov, B. (2015, February). *Financial institution network and the certification value of bank loans* (Working Paper 2015-02). Université de Strasbourg, LaRGE Research Center. <http://ifs.u-strasbg.fr/large/publications/2015/2015-02.pdf>
- Gomes, A., Cunha, J., Bispo, J., & Lourenço, I. (2024). Impacto da complexidade tributária e dos parcelamentos na desobediência tributária no Brasil: um estudo no âmbito da tributação federal relacionada ao IRPJ, à CSLL, ao PIS/Pasep e à Cofins. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 18(3), 361-383. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v18i3.3419>
- Guo, J. T., & Hung, F. S. (2020). Tax evasion and financial development under asymmetric information in credit markets. *Journal of Development Economics*, 145, 102463. <https://doi.org/10.1016/j.jdevco.2020.102463>
- Hable, J. (2018). O sistema tributário nacional nos cinquenta anos do Código Tributário Nacional e os sobreprincípios da segurança jurídica e da justiça fiscal. In: Sachsida, A. O., & Simas, E. E. S. O. *Reforma tributária: Ipea-OAB/DF*. <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8634>
- Holmes, S., & Sunstein, C. R. (1999). *The cost of rights: why liberty depends on taxes*. Norton e Company. <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1999/11/cj19n2-10.pdf>
- Jacob, M. (2018). Uma nota sobre a pesquisa tributária. *Revista Contabilidade e Finanças*, 29(78), 339-342. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201890280>
- Jensen, J., & Wöhlbier, F. (2012). Improving tax governance in EU Member States: Criteria for successful policies. *European Economy*, 5(2011), 30-35. <https://cir.nii.ac.jp/crid/1970304959933087115>
- Kaspereit, T. (2021). Event studies with daily stock returns in Stata: Which command to use? *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata*, 21(2), 462-497. <https://doi.org/10.1177/1536867X211025835>
- Krugman, P., & Wells, R. (2018). *Macroeconomia*. 5ª ed. McGraw-Hill.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335. <https://doi.org/10.2307/1913210>

- Laffont, J. J., & Martimort, D. (2002). *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*. Elsevier.
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1992). Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 45–60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90024-R](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90024-R)
- Libânio, A. T. P. (2021). *Eficiência e equidade: impactos econômicos de uma reforma tributária com Imposto sobre Valor Adicionado (IVA)*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais]. Repositório UFMG. <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/41764/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Ana%20Tereza%20-%20Vers%C3%A3o%20Final.pdf>
- Lucas Junior, R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4(2), 103–124. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(72\)90142-1](https://doi.org/10.1016/0022-0531(72)90142-1)
- Machado, H. de.B. (2024). *Curso de Direito Tributário*. Malheiros.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Mello, C. A. B. de. (2021). *Direito Administrativo Brasileiro*. (35^a ed.). Malheiros.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nunes, F. & Delgado, J. (2024). Reforma Tributária como Catalisador da Harmonização Tributária no Mercosul: A construção de um interesse sul-americano. *Caderno Virtual*, 1(59), 734-747. <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/cadernovirtual/article/view/7921/3376>
- O'Hara, M. (2018). *Market microstructure*. In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/978-1-349-95189-5_2807
- Oliveira, J. M. de. (2020). Impactos setoriais e regionais de mudanças na tributação do consumo no Brasil. *Carta de Conjuntura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada-IPEA*, (48), 1-21. https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/cc48_nt_tributacao_do_consumo.pdf
- Oliveira, J. M. de. (2023). Propostas de reforma tributária e seus impactos: Uma avaliação comparativa. *Carta de Conjuntura do Instituto de Pesquisa*

Econômica Aplicada-IPEA, (60), 1-20.
https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/07/230706_cc_60_nota_01_reforma_tributaria.pdf

- Oliveira, J. M. de., Gomes, V., & Cavalcante, E. J. (2023). Tributação e produtividade: como a reforma tributária pode afetar o crescimento econômico? In: Silva Filho, E. B. da., Oliveira, J. M. de., & Araújo, B. C. P. O. de. *Eficiência produtiva: análise e preposições para aumentar a produtividade no Brasil*. Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada (IPEA). Governo Federal, 29. https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/12575/1/Eficiencia%20produtiva_Cap02.pdf
- Oliveira, R. F. de. (2024). Reforma tributária: primeiras impressões, questionamentos, sugestões e análise (Emenda Constitucional nº 132/2023). *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico–RFDfE*, 14(24), 9-38. <https://ojs.editoraforum.com.br/rfdfe/index.php/rfdfe/article/view/474>
- Parab, N., Naik, R., & Reddy, Y. V. (2020). The impact of economic events on stock market returns: Evidence from India. *Asian Economic and Financial Review*, 10(11), 1232–1247. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2020.1011.1232.1247>
- Pestana, M. (2024). Reforma Tributária: contexto, mudanças e impactos. Instituição Fiscal Independente. *Estudo Especial*, (19), 1-30. https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/647648/EE19_2024.pdf
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119–1151. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1119>
- Proposta de Emenda à Constituição, nº 140 de 22 de setembro de 2015. (2015). Acrescenta o art. 90-A ao Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. PEC. Câmara dos Deputados. <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1738618>
- Proposta de Emenda à Constituição, nº 181 de 30 de maio de 2012. (2012). Estabelece regime de cobrança unificada dos tributos sobre a renda, o consumo e a folha de pagamentos, e dá outras providências. PEC. Câmara dos Deputados. <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=546417>
- Proposta de Emenda à Constituição, nº 266 de 11 de novembro de 2012. (2012). Altera a alínea "i" do inciso XII do § 2º do art. 155, da Constituição Federal, referente ao Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação, para vedar a inclusão do imposto na sua própria base de cálculo. PEC. Câmara dos Deputados.

<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=562855>

Proposta de Emenda à Constituição, nº 45 de 2019. (2019). Altera o Sistema Tributário Nacional. PEC. Câmara dos Deputados. <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2403910>

Proposta de Emenda à Constituição, nº 511, de 04 de agosto de 2010. (2010). Altera a Constituição Federal, estabelecendo limite máximo para a carga tributária nacional. PEC. Câmara dos Deputados. <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=484465>

Resolução nº 3.568 de 29 de maio de 2008. (2008). Dispõe sobre o mercado de câmbio e dá outras providências. Banco Central do Brasil. https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/47908/Res_3568_v15_L.pdf

Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014. (2014). Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País e dá outras providências. Banco Central do Brasil. https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v1_O.pdf

Rodrigues, S. da. S., & Galdi, F. C. (2017). Investor relations and information asymmetry. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 297-312. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703630>

Roll, R. (1988). R2. *The Journal of Finance*, 43(3), 541–566. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04591.x>

Romão, L. de. L. (2023). *Determinantes dos fluxos de investimentos e gerenciamento de resultados na indústria de fundos brasileira*. [Tese de Doutorado, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Rio Grande do Norte]. Repositório da UFRN. <https://repositorio.ufrn.br/items/90d49735-72be-4c47-9ff3-35e18c33605c>

Sánchez, F. M., Gradín, I. A. M., del Pezo, J. J. M., & Ortega, R. A. S. (2018). La reforma tributaria y su impacto en la liquidez fiscal y empresarial en Ecuador, periodo 2010–2016. *Espacios*, 39(8). <https://research.uees.edu.ec/en/publications/la-reforma-tributaria-y-su-impacto-en-la-liquidez-fiscal-y-empres-2>

Silva, C. A. T., & Pereira, V. A. dos. S. (2008, julho 24-25). *Fatos relevantes e sua influência no preço das ações no Brasil*. [Artigo apresentado]. Anais do 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade São Paulo, SP: Universidade de São Paulo.

- Silva, M. D. de. O. P. da., & Machado, M. A. V. (2019). Índice de sentimento textual: uma análise empírica do impacto das notícias sobre risco sistemático. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(40), 24-42. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n40p24>
- Silveira, F. G., Passos, L., & Guedes, D. R. (2018). Reforma tributária no Brasil: por onde começar? *Saúde em Debate*, 42(spe3), 212-225. <https://doi.org/10.1590/0103-11042018S316>
- Spence, M. (1978). *Job market signaling*. In P. Diamond & M. Rothschild (Eds.), *Uncertainty in Economics* (pp. 281-306). Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <https://www.jstor.org/stable/1802787>
- Verrecchia, R. E. (1982). Information Acquisition in a Noisy Rational Expectations Economy. *Econometrica*, 50(6), 1415–1430. <https://doi.org/10.2307/1913389>
- Zheng, T., Lin, S., & Chen, M. (2023). Tax enforcement and investment efficiency—Based on the China's “VAT reform”. *Finance Research Letters*, 58, 104605. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104605>

ANEXO A - CHECKLIST FINAL PARA AVALIAÇÃO DAS NOTÍCIAS SOBRE A REFORMA TRIBUTÁRIA

Data da notícia avaliada:

Título:

ORIENTAÇÕES GERAIS

Cada critério será avaliado em uma escala de **-2 a +2**, onde:

- +2** → Impacto **muito positivo** (forte estímulo ao ambiente econômico e mercado de ações).
- +1** → Impacto **positivo** (tende a favorecer o crescimento econômico e a estabilidade do mercado).
- 0** → Impacto **neutro ou incerto** (sem mudanças significativas ou de efeito ambíguo).
- 1** → Impacto **negativo** (pode gerar receios e enfraquecer alguns setores).
- 2** → Impacto **muito negativo** (risco elevado para a economia e mercado financeiro).

Critérios de Avaliação

Impacto na Carga Tributária Total
Impacto na Complexidade Tributária
Efeito no Ambiente de Negócios e Competitividade
Reação do Setor Produtivo
Impacto Setorial
Impacto no Mercado de Capitais
Sinalização Política e Institucional
Impacto na Arrecadação e Sustentabilidade Fiscal
Impacto sobre o Consumo e o Custo de Vida
Alinhamento com Boas Práticas Internacionais

Como pontuar: Para cada critério, atribua um valor de -2 a +2 e some os pontos finais.

Classificação Final

Se a soma for $\geq +5$ → FAVORÁVEL (A reforma traz benefícios claros para a economia e mercado).

Se a soma for entre -4 e +4 → NEUTRA (Impactos equilibrados ou incertos).

Se a soma for ≤ -5 → DESFAVORÁVEL (Traz riscos significativos ou impactos negativos para a economia).

1. Impacto na Carga Tributária Total

- () Redução expressiva → **+2**
- () Redução moderada → **+1**
- () Mantém a carga atual → **0**
- () Aumento moderado → **-1**
- () Aumento expressivo → **-2**

2. Impacto na Complexidade Tributária

- () Forte simplificação e desburocratização → **+2**
- () Alguma redução de burocracia → **+1**
- () Mantém o nível de complexidade atual → **0**
- () Torna o sistema mais complexo em certos aspectos → **-1**
- () Gera incerteza e grande complexidade adicional → **-2**

3. Efeito no Ambiente de Negócios e Competitividade

- () Estimula fortemente investimentos e inovação → **+2**
- () Melhora moderadamente a previsibilidade → **+1**
- () Sem efeito claro no ambiente de negócios → **0**
- () Pode gerar incertezas que desestimulam investimentos → **-1**
- () Aumenta instabilidade e reduz a atratividade do país → **-2**

4. Reação do Setor Produtivo

- () Apoio majoritário e entusiástico → **+2**
- () Apoio com ressalvas → **+1**
- () Reações mistas e divergentes → **0**
- () Forte oposição de setores produtivos → **-1**
- () Rejeição generalizada do setor produtivo → **-2**

5. Impacto Setorial

- () Beneficia amplamente setores produtivos e estratégicos → **+2**
- () Favorece alguns setores, sem impactos negativos evidentes → **+1**
- () Impacto setorial indefinido → **0**
- () Prejudica setores específicos relevantes → **-1**
- () Gera distorções setoriais significativas → **-2**

6. Impacto no Mercado de Capitais

- () Expectativa de forte valorização de ações e maior liquidez → **+2**
- () Tendência de valorização moderada → **+1**
- () Sem impacto relevante no mercado → **0**
- () Pode gerar volatilidade e leve desvalorização → **-1**
- () Expectativa de forte queda no mercado de ações → **-2**

7. Sinalização Política e Institucional

- () Aprovada com amplo consenso e baixa resistência política → **+2**
- () Boa aceitação política, mas com algumas resistências → **+1**
- () Debate equilibrado, sem consenso claro → **0**
- () Forte oposição e risco de embates políticos → **-1**
- () Elevado risco de crise política e instabilidade institucional → **-2**

8. Impacto na Arrecadação e Sustentabilidade Fiscal

APÊNDICE A - TABELAS

Tabela A1
Empresas não-financeiras analisadas no trabalho

Setor	TICKER	Nome da empresa	Início da negociação das ações
Agronegócio	AGRO3	BRASILAGRO	02/05/2006
	AGXY3	AGROGALAXY	26/07/2021
	ARML3	ARMAC	28/07/2021
	BRQB3	BRQ	13/01/2016
	CTCA3	CTC S.A.	01/09/2016
	SLCE3	SLC AGRICOLA	15/06/2007
	SOJA3	BOA SAFRA	29/04/2021
Agropecuária	GRAO3	AGRIBRASIL	21/06/2021
	FRTA3	POMIFRUTAS	SEM DADOS
	LAND3	TERRASANTAPA	02/08/2021
	TTEN3	3TENTOS	12/07/2021
Água e esgoto	CSMG3	COPASA	08/02/2006
	IGSN3	IGUA SA	03/02/2014
	ORVR3	ORIZON	17/02/2021
	SAPR3	SANEPAR	03/05/2002
	SBSP3	SABESP	04/06/1997
Alimentos	BRFS3	BRF SA	30/06/1997
	JBSS3	JBS	29/03/2007
	JOPA3	JOSAPAR	02/01/1989
	MDIA3	M.DIASBRANCO	18/10/2006
	MEAL3	IMC S/A	31/03/2015
	MNPR3	MINUPAR	27/12/1990
	MRFG3	MARFRIG	28/06/2007
	ODER3	ODERICH	19/04/2000
	SMT03	SAO MARTINHO	12/02/2007
Aluguel de carros	MSRO3	MAESTROLOC	17/06/2015
	VAMO3	VAMOS	29/01/2021
Automobilístico	ALPK3	ESTAPAR	15/05/2020
	FRAS3	FRAS-LE	01/10/2002
	MOVI3	MOVIDA	08/02/2017
Automotivo	MYPK3	IOCHP-MAXION	14/09/1984
	PLAS3	PLASCAR PART	03/02/2006
	RENT3	LOCALIZA	23/05/2005
Bens Industriais	MILS3	MILLS	16/04/2010
	SOND3	SONDOTECNICA	19/08/1980
Celulose	KLBN3	KLABIN S/A	02/01/2022
Comércio e consumo	LJQQ3	QUERO-QUERO	10/08/2020
	LLBI3	LE BISCUIT	09/08/2021
	LREN3	LOJAS RENNER	07/04/1988
	MGLU3	MAGAZ LUIZA	02/05/2011
	PCAR3	P.ACUCAR-CBD	03/10/1995

	PETZ3	PETZ	11/09/2000
	SBFG3	GRUPO SBF	17/04/2019
Comércio	BMKS3	BIC MONARK	28/11/1973
	TENE3	TEC BLUMENAU	SEM DADOS
	ESPA3	ESPA COLASER	01/02/2021
Comércio de Grãos	CAMB3	CAMBUCI	05/02/1985
	CAML3	CAMIL	28/09/2017
Comércio e Varejo	CEAB3	CEA MODAS	28/10/2019
	CGRA3	GRAZZIOTIN	04/06/1979
	CRFB3	CARREFOUR BR	20/07/2017
	CTKA3	KARSTEN	29/12/1971
	CTNM3	COTEMINAS	24/03/1992
Construção Civil	AZEV3	AZEVEDO	11/09/1984
	CALI3	CONST A LIND	20/07/1977
	CURY3	CURY S/A	21/09/2020
	EVEN3	EVEN	02/04/2007
	HAGA3	HAGA S/A	21/09/1988
	HBOR3	HELBOR	29/10/2007
	JFEN3	JOAO FORTES	11/05/1981
	JHSF3	JHSF PART	12/04/2007
	KLAS3	KALLAS	24/05/2021
	LAVV3	LAVVI	02/09/2020
	MDNE3	MOURA DUBEUX	13/02/2020
	MELK3	MELNICK	28/09/2020
	MRVE3	MRV	23/07/2007
	PDGR3	PDG REALT	26/01/2007
	PLPL3	PLANO E PLANO	17/09/2020
	RDNI3	RNI	31/01/2007
	RSID3	ROSSI RESID	22/07/1997
	TCNO3	TECNOSOLO	SEM DADOS
	TCSA3	TECNISA	01/02/2007
	TEGA3	TEGRA INCORP	24/05/2021
	TEND3	TENDA	04/05/2017
	TRIS3	TRISUL	15/10/2007
	VIVR3	VIVER	06/06/2007
Consultoria	ATOM3	ATOMPAR	28/02/2000
Consumo e varejo	ABEV3	AMBEV S/A	11/11/2013
	ALPA3	ALPARGATAS	20/07/1977
	AMAR3	LOJAS MARISA	28/06/2010
	AMER3	AMERICANAS	08/08/2007
	ASAI3	ASSAI	01/03/2021
	BAUH3	EXCELSIOR	26/08/1968
	BEEF3	MINERVA	20/07/2007
	BHIA3	CASAS BAHIA	05/05/1996
	SLED3	SARAIVA LIVR	SEM DADOS
	NTCO3	GRUPO NATURA	18/12/2019
	ANIM3	ANIMA	28/10/2003

Educação	BAHI3	BAHEMA	SEM DADOS
	COGN3	COGNA ON	08/06/2007
	CSED3	CRUZEIRO EDU	11/02/2021
	DTCY3	DTCOM-DIRECT	28/06/2002
	SEER3	SER EDUCA	29/10/2013
	YDUQ3	YDUQS PART	30/07/2007
Embalagens	RANI3	IRANI	10/06/1981
Energia	AERI3	AERIS	11/11/2020
	AESB3	AES BRASIL	29/03/2021
	AESO3	AESOPERACOES	03/12/2021
	AFLT3	AFLUENTE T	25/10/2010
	ALUP3	ALUPAR	24/04/2013
	AURE3	AUREN	28/03/2022
	BNPA3B	BONAIRE PART	SEM DADOS
	CBEE3	AMPLA ENERG	15/08/1969
	CEBR3	CEB	10/08/1984
	CEEB3	COELBA	23/05/1995
	CEED3	CEEE-D	06/09/2010
	CEPE3	CELPE	SEM DADOS
	CLSC3	CELESC	12/12/1988
	CMIG3	CEMIG	14/01/1972
	COCE3	COELCE	09/10/1995
	COMR3	COMERC PAR	12/11/2021
	CPFE3	CPFL ENERGIA	02/06/2003
	CPRE3	CPFL RENOVAV	SEM DADOS
	CSRN3	COSERN	17/05/1999
	EEEL3	CEEE-T	SEM DADOS
	EGIE3	ENGIE BRASIL	01/03/2002
	EKTR3	ELEKTRO	25/08/1998
	ELET3	ELETROBRAS	07/09/1971
	EMAE3	EMAE	31/03/1988
	ENBR3	ENERGIAS BR	SEM DADOS
	ENEV3	ENEVA	14/12/2017
	ENGI3	ENERGISA	01/12/2000
	ENMA3B	EQTLMARANHAO	29/01/1998
	ENMT3	ENERGISA MT	14/06/1995
	EQPA3	EQTL PARA	13/07/1999
	EQTL3	EQUATORIAL	03/04/2006
	GEPA3	GER PARANAP	26/07/1999
	GPAP3	CELGPAR	07/07/2008
	LIGT3	LIGHT S/A	22/06/2006
	LIPR3	ELETROPAR	11/10/1996
	NEMO3	NEOENERGIA	28/06/2019
	PRMN3B	PROMAN	28/01/2004
	REDE3	REDE ENERGIA	21/06/2006
	RNEW3	RENOVA	13/07/2010
	STKF3	STATKRAFT	SEM DADOS
	TRPL3	TRAN PAULIST	SEM DADOS

	TAE3	TAESA	27/10/2006
	UPKP3B	UPTICK	11/10/2023
Energia e logística	CSAN3	COSAN	18/11/2005
Entretenimento	SHOW3	TIME FOR FUN	13/04/2011
Esporte	SMFT3	SMART FIT	26/06/2018
Fábrica	MTSA3	METISA	27/04/1981
	BIOM3	BIOMM	03/02/2014
Farmaceutica	BLAU3	BLAU	19/04/2021
	RADL3	RAIADROGASIL	03/07/2007
Financeiro e outros	CMSA3	CIMS	24/07/1995
Gás	CEGR3	CEG	12/07/2000
	CGAS3	COMGAS	11/09/1997
Gestão de Resíduos	AMBP3	AMBIPAR	13/07/2020
Higiene e Limpeza	BOBR3	BOMBRIL	09/10/1984
Holding	MAPT3	CEMEPE	05/07/1991
	OPGM3B	GAMA PART	11/10/2023
	OPSE3B	SUDESTE S/A	11/10/2023
	OPTS3B	SUL 116 PART	11/10/2023
	PASS3	COMPASS	12/08/2021
	PPAR3	POLPAR	31/05/1989
	PRPT3B	PROMPT PART	10/10/2023
	QVQP3B	524 PARTICIP	11/10/2023
	YBRA3B	YBYRA S/A	28/06/2023
Holdings de Instituição não financeira	CACO3B	CACONDE PART	SEM DADOS
	CPTP3B	CAPITALPART	SEM DADOS
	GMAT3	GRUPO MATEUS	13/10/2020
Hotelaria	HOOT3	HOTEIS OTHON	01/06/1981
	BETP3B	BETAPART	11/10/2023
	CYRE3	CYRELA REALT	18/07/1994
	DIRR3	DIRECIONAL	19/11/2009
Imobiliário	EZTC3	EZTEC	22/06/2007
	FIEI3	FICA	23/04/2007
	GFSA3	GAFISA	26/01/2006
	MTRE3	MITRE REALTY	05/02/2020
Importação e Exportação	MBLY3	MOBLY	05/02/2021
Incorporações	AVLL3	ALPHAVILLE	11/12/2020
Indústria	EUCA3	EUCATEX	20/08/1969
	EMBR3	EMBRAER	05/06/2006
	EPAR3	EMBPART S/A	18/03/1996
	ESTR3	ESTRELA	28/06/1968
	ETER3	ETERNIT	25/11/1948
	FRI03	METALFRI0	13/04/2007
	HETA3	HERCULES	01/11/1968
	INEP3	INEPAR	13/12/1985
	INTB3	INTELBRAS	04/02/2021
	JALL3	JALLES MACHAD	08/02/2021

	KEPL3	KEPLER WEBER	13/02/1981
	LEVE3	METAL LEVE	20/07/1977
	MMAQ3	MINASMAQUINA	13/01/1972
	MSPA3	MELHOR SP	08/08/1910
	MWET3	WETZEL S/A	21/11/1984
	NEMO3	SUZANO HOLD	22/12/1982
	NORD3	NORDON MET	28/04/1988
	POMO3	MARCOPOLO	24/04/1978
	PORT3	WILSON SONS	25/10/2021
	PRNR3	PRINER	24/11/2017
	PTBL3	PORTOBELLO	11/11/1991
	PTCA3	PRATICA	04/10/2018
	RAPT3	RANDON PART	22/03/1993
	RBNS3	RODOBENS	26/07/2021
	RCSL3	RECRUSUL	20/01/1986
	ROMI3	ROMI	13/03/2007
	RSUL3	RIOSULENSE	08/12/1988
	SEQL3	SEQUOIA LOG	07/10/2020
	SHUL3	SCHULZ	10/01/1995
	SNSY3	SANSUY	04/06/1986
	SUZB3	SUZANO S.A.	05/08/2004
	TASA3	TAURUS ARMAS	24/05/1982
	TGMA3	TEGMA	03/07/2007
	TPIS3	TRIUNFO PART	18/06/2007
	TUPY3	TUPY	01/07/1966
	UCAS3	UNICASA	27/04/2012
	WEGE3	WEG	02/08/2004
	WLMM4	WLM IND COM	07/01/1971
Industria de Ferro	EALT3	ACO ALTONA	20/04/1974
Industria de madeiras	DXCO3	DEXCO	08/10/2009
Investimento	FIGE3	INVEST BEMGE	12/02/1996
Logística	BBML3	BBMLOGISTICA	11/03/2019
	STBP3	SANTOS BRP	21/11/2007
Metalurgia	BDLL3	BARDELLA	26/11/1969
	CBAV3	CBA	15/07/2021
	FESA3	FERBASA	01/01/1977
	GGBR3	GERDAU	01/02/2021
	GOAU3	GERDAU MET	17/05/1968
	MGEL3	MANGELS INDL	28/12/1971
	PMAM3	PARANAPANEMA	15/03/1971
Mineração	CMIN3	CSN MINERACA	18/02/2021
	LTEL3B	LITEL	20/12/2020
	LTLA3B	LITELA	02/12/2019
	VALE3	VALE	01/04/1968
Petróleo	CABI3B	CABINDA PART	SEM DADOS
	LUPA3	LUPATECH	15/05/2006
	OPCT3	OCEANPACT	12/02/2021
	OSXB3	OSX BRASIL	22/03/2010

	PETR3	PETROBRAS	20/07/1977
	PRIO3	PETRORIO	25/10/2010
	RAIZ3	RAIZEN	05/08/2021
	RECV3	PETRORECONCA	05/05/2021
	RPMG3	PET MANGUINH	23/06/1972
	UGPA3	ULTRAPAR	13/10/1999
	VBBR3	VIBRA	15/12/2017
Plataforma Digital	ENJU3	ENJOEI	09/11/2020
Produtos Químicos	CRPG3	CRISTAL	23/12/1970
Químico	DEXP3	DEXXOS PAR	23/03/2000
	FER	FER HERINGER	12/04/2007
	NUTR3	NUTRIPLANT	03/02/2014
	UNIP3	UNIPAR	04/06/1980
	VITT3	VITTIA	02/09/2021
Químico e petroquímico	BRKM3	BRASKEM	02/09/2002
Rodoviário	ECOR3	ECORODOVIAS	01/04/2010
Saneamento	CASN3	CASAN	12/06/1998
Saúde	AALR3	ALLIAR	11/01/1900
	BALM3	BAUMER	25/05/1970
	DASA3	DASA	19/11/2004
	FLRY3	FLEURY	17/12/2009
	HAPV3	HAPVIDA	25/04/2018
	HYPE3	HYPERA	18/04/2008
	KRSA3	KORA SAUDE	13/08/2021
	LMED3	LIFEMED	06/01/2020
	MATD3	MATER DEI	16/04/2021
	NRTQ3	NORTCQUIMICA	03/02/2014
	ODPV3	ODONTOPREV	01/12/2006
	OFSA3	OUROFINO S/A	21/10/2014
	ONCO3	ONCOCLINICAS	10/08/2021
	PFRM3	PROFARMA	26/10/2006
	PGMN3	PAGUE MENOS	02/09/2020
	PNVL3	DIMED	03/08/1984
	QUAL3	QUALICORP	29/06/2011
	RDOR3	REDE D OR	10/12/2020
	VVEO3	VIVEO	09/08/2021
Saúde e Higiene	DMVF3	D1000VFARMA	10/08/2020
	BMOB3	BEMOBI TECH	10/02/2021
Serviços	GGPS3	GPS	26/04/2021
	IVPR3B	INVEPAR	18/06/2021
	VLID3	VALID	27/04/2006
Serviços Ambientais	CEDO3	CEDRO	14/05/1981
Siderurgia	APTI3	ALIPERTI	14/07/1986
	PATI3	PANATLANTICA	29/12/1971
	TKNO3	TEKNO	20/07/1977
	USIM3	USIMINAS	18/04/1994

Siderurgia e Mineração	CSNA3	SID NACIONAL	02/08/1993
	ALLD3	ALLIED	12/04/2021
	ATMP3	ATMASA	25/05/2005
	CASH3	MELIUZ	05/11/2020
	DOTZ3	DOTZ SA	31/05/2021
	IFCM3	INFRACOMM	04/05/2021
	LVTC3	WDC NETWORKS	26/07/2021
Tecnologia	LWSA3	LOCAWEB	06/02/2020
	MLAS3	MULTILASER	22/07/2021
	NGRD3	NEOGRID	17/12/2020
	NINJ3	GETNINJAS	17/05/2021
	PDTC3	PADTEC	08/06/2000
	POSI3	POSITIVO TEC	11/12/2006
	QUSW3	QUALITY SOFT	11/02/2014
	TOTS3	TOTVS	09/03/2006
	TRAD3	TC	28/07/2021
Telecomunicações	BRAP3	BRADESPAR	10/08/2020
	BRIT3	BRISANET	21/07/2021
	CPLE3	COPEL	12/04/1994
	DESK3	DESKTOP	21/07/2021
	ELMD3	ELETROMIDIA	17/02/2021
	NEWT3B	NEWTEL PART	SEM DADOS
	OIBR3	OI	03/06/2002
	TELB3	TELEBRAS	09/03/1989
	TIMS3	TIM	13/10/2020
	VIVT3	TELEF BRASIL	21/09/1998
Telefonia	FIQE3	UNIFIQUE	27/07/2021
Têxtil	CATA3	IND CATAGUAS	12/04/2000
	CTSA3	SANTANENSE	20/12/1984
	DOHL3	DOHLER	16/09/1981
	GRND3	GRENDENE	29/10/2004
	GUAR3	GUARARAPES	03/01/1972
	MNDL3	MUNDIAL	01/03/2004
	PTNT3	PETTENATI	19/06/1981
	SGPS3	SPRINGS	27/07/2007
	TEKA3	TEKA	21/04/1988
	TXRX3	TEX RENAUX	11/08/1969
	VIVA3	VIVARA S.A.	10/10/2019
Transporte Ferroviário	FRRN3B	ALL NORTE	22/06/1999
	MRSA3B	MRS LOGIST	18/12/1998
	RAIL3	RUMO S.A.	15/03/2004
	VSPT3	FER C ATLANT	16/02/1996
Transporte	CCRO3	CCR SA	01/02/2002
Transporte Aéreo	GOLL3	GOL	24/06/2004
	AZUL3	AZUL	11/04/2017
Transporte e Logística	CRTE3B	CONC RIO TER	11/10/2023
Transporte Hidroviário	HBSA3	HIDROVIAS	25/09/2020

	LOGN3 LUXM3	LOG-IN TREVISA	21/06/2007 15/12/1980
Transporte Rodoviário	JSLG3	JSL	22/04/2010
Turismo	AHEB3	SPTURIS	02/09/1988
	CVCB3	CVC BRASIL	09/12/2013
Vestuário	TECN3	TECHNOS	01/07/2011
	VSTE3	VESTE	29/04/2008
	VULC3	VULCABRAS	20/07/1977
Utilidades domésticas	WEST3	WESTWING	11/02/2021
	WHRL3	WHIRLPOOL	16/06/2006

Fonte: Elaboração própria, 2025.

Tabela A2
Estimativa para o setor Agronegócio

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,5086	0,1640	[-0,2076; 1224945,00]
Evento	-0,0029	0,4480	[-0.0106; 0,0047]
Constante	0,0020	0,4910	[-0,0038; 0,0079]

Nota: Resultados da regressão linear com 1.486 observações. O modelo apresentou um valor de F de 39,33 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0223, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,1124. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com m Dinheiro, 2025.

Tabela A3
Estimativa para o setor "Alimentos Processados"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	-0,0139	0,9870	[1689552,00; 1661727,00]
Evento	-0,0098	0,3860	[-0,0320; 0,0123]
Constante	0,0138	0,3270	[-0,1383; 0,0414]

Nota: Resultados da regressão linear com 6.876 observações. O modelo apresentou um valor de F de 0,0903 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,00, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 10.681. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A4
Estimativa para o setor "Bens de Consumo e Varejo"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8843	0,0417855	[0,8023; 0,9662]
Evento	0,0033	0,0022338	[-0,0010; 0,0077]
Constante	-0,0008	0,000431	[-0,0016; -7.90e-06]

Nota: Resultados da regressão linear com 3.068 observações. O modelo apresentou um valor de F de 234,13 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,6722, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 02437. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A5
Estimativa para o setor "Biocombustíveis, Gás e Petróleo"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,1223	0,0020	[0,1184; 0,1263]
Evento	-0,5831	0,0361	[-0,1292; 0,0125]
Constante	0,0181	0,0322	[-0,0449;0,0813]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A6
Estimativa para o setor "Celulose, Papel e Madeira"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	116701,00	0,1019	[0,9671;1366913,00]
Evento	0,0034	0,0047	[-0,0058;0,0127]
Constante	0,00002	0,0007	[-0,0015;0,0015]

Nota: Resultados da regressão linear com 1.888 observações. O modelo apresentou um valor de F de 69,40 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,7011, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,3163. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A7
Estimativa para o setor de "Comércio"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,6010	0,0096	[0,5822;0,6199]
Evento	0,0068	0,0114	[-0,0156;0,0293]
Constante	0,0002	0,0004	[-0,0005;0,0011]

Nota: Resultados da regressão linear com 4.314 observações. O modelo apresentou um valor de F de 1.961,04 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,8693, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,6481. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A8
Estimativa para o setor "Construção e Imóveis"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	-0,0024	0,0421	[-0,0849;0,0800]
Evento	-0,0143	0,0069	[-0,0279;-0,0007]
Constante	0,0077	0,0062	[-0,0044; 0,02004]

Nota: Resultados da regressão linear com 13.305 observações. O modelo apresentou um valor de F de 15,52 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,00, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 070398. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A9
Estimativa para o setor "Energia e Serviços Básicos"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,1317363	0,1438	[-0,0150; 0,4137]
Evento	-0,174395	0,0106	[-0,0383; 0,0034]
Constante	0,0092323	0,0083	[-0,0071; 0,0256]

Nota: Resultados da regressão linear com 12.336 observações. O modelo apresentou um valor de F de 1,67 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0002, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,92242. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A10
Estimativa para o setor "Indústria"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	-8.037.179,0000	9.891.435	[-2742995,0; 113556,00]
Evento	-0,1521727	0,1333	[-0,4135; 0,1092]
Constante	0,100337	0,0780	[-0,0527; 0,2533]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A11
Estimativa para o setor "Indústria - Construção Pesada"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,4848	0,2859	[-0,8262; 1052299,0]
Evento	-0,0122	0,0081	[-0,0283; 0,0038]
Constante	0,01180	0,0080	[-0,0042; 0,0278]

Nota: Resultados da regressão linear com 101.000 observações. O R^2 foi de 0,3918, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,07576. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A12
Estimativa para o setor "Indústria - Materiais de Construção"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8412	0,0790	[0,6862; 0,9962]

Evento	-0,0078	0,0014	[-0,0035;0,0019]
Constante	0,0001	0,0005	[-0,0009; 0,0011]

Nota: Resultados da regressão linear com 1.830 observações. O modelo apresentou um valor de F de 57,45 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,6550, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,2273. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A13
Estimativa para o setor "Indústria - Máquinas e Equipamentos"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8974	0,1046	[0,6923; 102576,00]
Evento	-0,0747	0,0058	[-0,1887;0,0039]
Constante	0,0071	0,0054	[-0,0035; 0,0178]

Nota: Resultados da regressão linear com 3.133 observações. O modelo apresentou um valor de F de 39,01 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0203, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,3021. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A14
Estimativa para o setor "Metalurgia e Siderurgia"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8921	0,1067	[0,6829;1101487,00]
Evento	-0,0041	0,0036	[-0,1117; 0,0029]
Constante	0,0034	0,0036	[-0,0036; 0,0105]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A15
Estimativa para o setor "Mineração"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	1.008.777,00	0,0064842	[0,9960;1021506,0000]
Evento	-0,0003	0,0011	[-0,0025; 0,0018]
Constante	-3.59e-06	0,0001	[-0,0002; 0,0002]

Nota: Resultados da regressão linear com 4.290 observações. O modelo apresentou um valor de F de 192,76 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0355, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,2271. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A16
Estimativa para o setor "Participações"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
-----------------	---------------------	----------------	---------------

Retorno de Mercado	0,9575	0,0425	[0,8655;1049492,0000]
Evento	0,0047	0,0157	[-0,0291;0,0387]
Constante	0,0352	0,0322	[-0,0344; 0,1050]

Nota: Resultados da regressão linear com 16000 observações. O modelo apresentou um valor de F de (p < 0,001), indicando significância estatística. O R² foi de 0,9712, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,10502. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Co m Dinheiro, 2025.

Tabela A17
Estimativa para o setor "Petroquímico"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	1267004,0000	0,2202	[0,8345;1699422,0000]
Evento	0,0127	0,0104	[-0,0077;0,0333]
Constante	-0,0003	0,0014	[-0,0032;0,0026]

Nota: Resultados da regressão linear com 676 observações. O modelo apresentou um valor de F de 17,03 (p < 0,001), indicando significância estatística. O R² foi de 0,6089, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 0,4706. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A18
Estimativa para o setor "Saúde"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8331	0,0617	[0,7121;0,9542]
Evento	0,0004	0,0010	[-0,0015;0,0024]
Constante	-0,0002	0,0002	[-0,0007; 0,0002]

Nota: Resultados da regressão linear com 5.814 observações. O modelo apresentou um valor de F de (p < 0,001), indicando significância estatística. O R² foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Co m Dinheiro, 2025.

Tabela A19
Estimativa para o setor "Serviços"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,8534	0,1032	[0,6510;1055865,0000]
Evento	0,00002	0,0013	[-0,0259; 0,0026]
Constante	0,00035	0,0005	[-0,0007;0,0015]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 (p < 0,001), indicando significância estatística. O R² foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Co m Dinheiro, 2025.

Tabela A20
Estimativa para o setor "Serviços Educacionais"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,9877	0,00248	[0,9828; 0,9925]
Evento	0,00001	0,0006	[-0,0011;0,0012]
Constante	-0,0001	0,0002	[-0,0006;0,0003]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A21
Estimativa para o setor "Telefonia e Comunicações"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,7790	0,1121	[0,5591;0,9988]
Evento	-0,0032	0,0042	[-0,1158;0,0049]
Constante	0,0040	0,0027	[-0,0014;0,0094]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A22
Estimativa para o setor "Transportes"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,9233	0,0612	[0,8033;1043403,0000]
Evento	-0,0012	0,0008	[-0,0028;0,00033]
Constante	0,0002	0,0007	[-0,0011;0,0016]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A23
Estimativa para o setor "Utilidades Domésticas"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	0,7117	0,1555	[0,4066;1016913,0000]
Evento	-0,0014	0,0031	[-0,0077;0,0047]
Constante	-0,0003	0,0009	[-0,0021; 0,0015]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da

estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A24
Estimativa para o setor "Água e Saneamento"

Variável	Coefficiente	p-value	IC 95%
Retorno de Mercado	1.057.715,0000	0,0340	[0,9908;1124548,0000]
Evento	-0,0004	0,0017	[-0,0039; 0,0030]
Constante	-0,0001	0,0002	[-0,0006; 0,0004]

Nota: Resultados da regressão linear com 94.746 observações. O modelo apresentou um valor de F de 6.274,26 ($p < 0,001$), indicando significância estatística. O R^2 foi de 0,0130, e o erro padrão da estimativa (Root MSE) foi de 12.289. Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Com Dinheiro, 2025.

Tabela A25
Impacto Geral dos Eventos no Preço das Ações: comparação entre janelas de evento [-3;+3] e [-1;+1]

Variável	[- 3 ; + 3]		[- 1 ; + 1]	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Retorno de Mercado	0,1236	0,0000	0,1236	0,0000
Evento	-0,0144	0,0140	-0,0143	0,0140
Constante	0,0101	0,0130	0,0100	0,0130
Observações	94.746	—	95.797	—
R^2 ajustado	0,0130	—	0,0131	—
Root MSE	1,2220	—	1,2222	—
Estatística F	4.015,54	($p < 0,001$)	4.062,60	($p < 0,001$)

Nota: Resultados obtidos por regressão linear múltipla, com correção robusta para heterocedasticidade. A especificação segue o modelo de estudo de eventos, tendo como variável dependente o retorno diário das ações, explicada pelo retorno de mercado e pela *dummy* de evento. A comparação entre as janelas de evento [-3;+3] e [-1;+1] evidencia que o coeficiente associado à variável evento permanece negativo e estatisticamente significativo em ambos os casos ($\approx -0,014$; $p \approx 0,014$), indicando que anúncios relacionados à Reforma Tributária impactam adversamente os retornos no curtíssimo prazo. A redução da janela diminui o número de observações disponíveis para o cálculo dos retornos anormais, mas não altera a direção nem a relevância estatística do resultado, reforçando a robustez dos achados. Fonte: Elaboração própria com base em dados da ComDinheiro (2025).